

Digitized by the Internet Archive
in 2022 with funding from
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761114669328>

CAI
FN 73
- A55

Bank of Canada



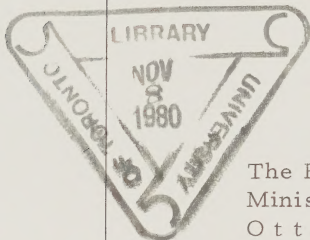
Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1979



Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9



February 29th, 1980

The Hon. John C. Crosbie, P. C.,
Minister of Finance,
O t t a w a .

Dear Mr. Crosbie,

In accordance with
the provisions of the Bank of Canada Act
I am transmitting herewith my report for
the year 1979 and a statement of the
Bank's accounts for this period, signed
and certified in the manner prescribed in
the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

Governor

Bank of Canada

Report of the Governor – 1979

General Observations	5
Monetary Policy	5
Prospects for Controlling Inflation	7
Output, Capacity and Inflation	11
Growth of Output	11
Capacity Constraints	12
Costs and Prices	15
Canada's Balance of International Payments	19
Recent Experience with Monetary Targets	23
Bank of Canada Operations	27
Interest Rates and Cash Reserve Management	27
Debt Management	29
Foreign Exchange Operations	30
Appendix Tables	33
Financial Statements	43
Board of Directors	47
Principal Officers	48
Regional Representatives and Agencies	49

General Observations

The level of economic activity in Canada rose further in 1979, the fourth year in a row of expanding employment and output. The number of Canadians with jobs rose by a full 4 per cent and the quantity of goods and services produced by about 3 per cent. Although the current account balance in our international payments remained in substantial deficit there were encouraging signs that the marked improvement in Canada's international competitive position in recent years was strengthening our external payments position. At the same time strong inflationary pressures re-emerged on the Canadian economic scene, and there was an upturn in Canada's previously declining inflation rate.

In part the increased upward pressure on prices and costs in Canada reflected external developments, notably the fresh upsurge of inflation in the United States where the current cyclical expansion was nearing its peak. In the circumstances little insulation from these external price pressures was provided by the movement of the exchange rate, and there was indeed a serious risk that the spillover of inflation into Canada from abroad would be magnified by a further decline in the external value of the Canadian dollar. At the same time there was evidence that demand pressures within the domestic economy were also giving substantial impetus to inflation in Canada. Many of our

goods producing industries were producing about as much as they could with their existing plant, equipment and skilled manpower, and they could have sold considerably larger quantities of goods had they been able to supply them. Both the trend of our prices and costs and our foreign trade performance in 1979 were symptomatic of an economy nearing full stretch.

Monetary Policy

Canadian monetary policy faced a challenging task in 1979 in seeking to contain this resurgence of inflationary pressures. That policy continued to be directed towards restraining the growth of the money supply in accordance with the Bank's monetary targets and, within that framework, seeking interest rate relationships between Canada and the United States that did not contribute to an acceleration of inflation in Canada through a further substantial decline in the external value of the Canadian dollar.

In recent years the Bank has been giving particular emphasis to bringing about a gradual slowing in the trend rate of domestic monetary growth with the primary focus on the money supply defined in terms of currency and chartered bank demand deposits, or M1. The Bank's experience to date in pursuing M1 targets is reviewed in a later section of this Report. The gradual slowing of the growth of the money

supply is of course a means to an end rather than an end in itself. The basic goal is to bring about a decline in the rate of inflation and thereby to establish the basis for a stable and prosperous Canadian economy.

Within this general policy framework the Bank continues to have regard in its operations to any near-term developments on the economic and financial scene that may pose a direct threat to Canada's cost and price performance. The Bank sees no inherent conflict between doing this and pursuing at the same time a trend rate of growth of M1 consistent with gradually receding inflation. The experience of the past year shows how the Bank can blend its attention to the underlying trend of M1 with regard for other considerations.

After a pause early in the year the growth of M1 was strong throughout most of 1979 in spite of continuing increases in interest rates. This suggested that total money expenditure in the economy was rising strongly. It was accompanied by sharp increases in the public's demand for credit both from banks and from other sources, and by unusually steep rates of expansion of those monetary aggregates with a broader coverage than M1.

This strength in the demand for money and credit was accompanied by other signs that the Bank took account of in its conduct of monetary policy during 1979. Among these was evidence that in many areas the Canadian economy had come to operate rather close to the limits of its available resources. This evidence is presented in the next section of the Report. The Canadian economy appeared in fact to have reached virtually full capacity over a broad range of industries despite the fact that its rate of growth in recent years has been below what used to be widely regarded as the sustainable rate of economic growth in Canada. That situation within the domestic economy was generating direct upward pressures on costs and prices.

There was also reason to believe that infla-

tionary psychology – that is, expectations of more rapid inflation in the future – was again on the rise in Canada. What was happening to the rate of inflation in other countries, particularly in the United States, was disturbing. As the year progressed it became increasingly apparent that speculative pressures were building up in world commodity markets, reflecting a widespread erosion of confidence in the future value of money.

In those areas of our international trade where a reasonably prompt reaction was possible sizeable gains were being made (as described in the third section of this Report) in the wake of the great improvement in our international competitive position brought about by the depreciation of the exchange rate and the more moderate trend of domestic cost increases after 1976. But it also appeared that in many areas the gains were being limited by the existing capacity to produce those goods in demand at home and abroad. For the time being, therefore, further substantial improvement in our international trade balance depended to an important extent upon Canadian suppliers adding needed capacity.

This is the background to the specific actions that the Bank of Canada took in the late summer and autumn of 1979 to raise the level of short-term interest rates in Canada. The Bank Rate had been increased very early in 1979, and during the first half of 1979 interest rates in Canada tended to fluctuate around the levels then established. From the middle of the year U.S. interest rates began to move up sharply under the impact of mounting inflationary pressures in that country and a shift of monetary policy towards greater restraint. In view of the economic and financial conditions that existed in Canada the Bank concluded that further increases in interest rates in this country were needed. Given the forces at work in our balance of payments there appeared to be little to be gained by allowing monetary conditions to develop which would cause a further size-

able depreciation of the Canadian dollar. With inflation already showing clear signs of intensifying, further direct upward pressure on Canadian prices and costs through exchange depreciation would exacerbate rather than ease Canada's economic problems. The resulting upward adjustment of short-term interest rates in Canada was not, however, as great as the corresponding increase in the United States. Whereas short-term interest rates in Canada are typically somewhat higher than in the United States, they have for many months not been significantly higher and have on occasion been lower.

Interest rates have nevertheless risen very sharply in Canada. Such an abrupt movement is undesirable if it can responsibly be avoided for it is painfully disruptive to borrowers. It is also true that Canadian interest rates are at historically high levels, but these interest rates are in nominal terms. To arrive at the real cost of credit and the real return to savers these nominal interest rates must be adjusted to take account of the rate of decline in the value of money as the price level rises. It is nominal interest rates, not real interest rates, that are high by historical standards, and they are high because inflation is high. Nominal interest rates in the last decade have frequently been below the rate of inflation and thus have not provided a real return to savers. This has given a windfall gain to borrowers at the expense of those who provide the savings to be borrowed. Interest rates that provide a real return, as they now do, are historically normal and are necessary to achieve and sustain stability in the value of money.

Prospects for Controlling Inflation

I have referred to the resurgence of inflation and inflationary expectations in Canada in 1979. These developments are disappointing and naturally raise questions about Canada's prospects in the fight against inflation.

An important point to make in this connection

is that despite the setbacks of 1979 some progress can be seen to have been made if the situation is viewed in perspective. The rate of inflation of Canadian costs and prices in 1979 was appreciably less than at the previous cyclical peak in economic activity in 1974. This progress was, moreover, achieved in the face of adverse influences over which Canadians had limited control. There was a large downward adjustment of the exchange value of the Canadian dollar beginning late in 1976 which was a belated adjustment for a higher rate of inflation in Canada than in the United States in earlier years. This added appreciably to prices and costs in Canada. The economy also had to absorb strains originating in shifts in the prices of food and energy relative to other prices together with the impact of sharply rising prices abroad for the goods we import and export. Nor should one lose sight of the fact that over most of the period from 1975 to 1979 the Canadian economy was operating without a large margin to spare against an increase in domestic inflationary pressures. More recently the degree of slack that would give some assurance that cost and price pressure in goods and labour markets would diminish has virtually disappeared.

While the progress made to date in reducing inflation in Canada has been less than we in the Bank had hoped for, I do not consider this as indicating that the gradualist policy was wrong. The monetary policy followed was intentionally moderate because the Bank wanted to minimize the strains involved in adjusting to a less inflationary economy. A gradual approach does leave open the possibility that unforeseen events may for a time give rise to short-term movements away from rather than towards lower inflation. The fact that the supply capability of the economy grew as slowly as it did was a development of this kind. The important point is, however, that even in an economy that was operating not much below its capacity and that was faced with severe and

unusual price disturbances a basic improvement did take place. Recent experience thus provides reasonable grounds for confidence that moderate policies aimed at curbing inflation can succeed. The policy of lowering the rate of monetary expansion gradually has been, and will continue to be, followed with persistence.

One reason sometimes offered for pessimism about the prospects for reducing inflation in today's world is that countries are increasingly subject to "price shocks". The one most commonly referred to is the price of oil. Developments of this kind are clearly disturbing but their accommodation calls for shifts in relative prices rather than a continuing increase in the over-all price level. Shifts in relative prices can and should be accommodated without any lasting impact on the over-all rate of inflation; what is required is that the prices of goods and services that are not in short supply rise more slowly than the prices of those that are. Such changes in relative prices change the distribution of income and of purchasing power within an economy or internationally but they cannot be avoided by tolerating a general increase in the rate of inflation. The more an economy is exposed to price shocks the more it has need of effective defences against generalized inflation.

Another ground offered for pessimism about the ability of our society and others like it to achieve any sustained reduction in the rate of inflation is that the economic costs involved would prove unacceptably high. This argument implies that good rates of growth of output and employment and a sound external payments position are readily attainable if our societies are tolerant of inflation – a proposition that virtually nobody will now argue openly because it is so discredited by the events of the 1970s. During the last ten years much the best record of over-all economic performance was realized by those countries that showed the greatest determination in resisting inflation.

It is interesting to note in this connection that

some countries have been able to do much better in controlling inflation than the countries with which they trade; this illustrates that a country's progress in resisting inflation is not dependent on that of its trading partners. Differing rates of inflation have been accommodated by movements in exchange rates, with the lower rates of increase in costs of production in those countries that have resisted inflation most successfully being accompanied by appreciations of the foreign exchange values of their currencies. Because of the lesser increases in their costs of production the countries whose currencies have appreciated in foreign exchange markets have remained competitive in their external trade.

That the case for pursuing good economic performance by resisting inflation is not more widely accepted and supported is probably due mainly to the awkward economic fact that in the short run anti-inflationary policies tend to restrain output more than prices. This is what has been observed, it is what short-term economic forecasts tend to show, and it is widely known. The fact that over a longer time horizon the economy will perform much better in a non-inflationary climate is much more important but much less widely appreciated.

These are some of the reasons why expectations of high future inflation are as firmly rooted as they are in our society. These expectations of high inflation now constitute the central element of the inflation problem. The stronger they are the more difficult the reduction of inflation becomes because people resist more strongly any moderation of wage and price increases from which they feel they would benefit. If strong expectations of inflation persist in an economic environment otherwise conducive to a better price performance they cause output and employment to be restrained more than would otherwise be the case. Thus the transition to a declining rate of inflation is much easier if the economic participants have confidence that the policies being followed will

succeed. How can they be given that confidence?

The firm commitment of the Bank of Canada to persist with a gradual reduction over time in the rate of monetary expansion is intended both to encourage and to justify confidence in declining inflation in the years ahead. The latest stage in this process was a reduction of the Bank's targets for M1 growth to the range of 5 to 9 per cent measured from the second quarter of 1979. It is an orientation of monetary policy that should not be taken lightly; if Canadians effectively resist a gradual reduction in the size of price and income increases they will force a reduction in the growth of employment and output.

There is no doubt that persistence in a monetary policy designed to bring about a progressive reduction in the rate of monetary expansion can in time achieve stability in the value of money, but such a policy cannot of itself assure good performance of the economy in other respects. How prosperous and dynamic the economy will be will depend upon how the resources that it has are used.

Most Canadians want the economy to generate high employment with rising real incomes, and to have that kind of economy it is necessary that there be a sustained and fairly rapid growth in the stock of physical capital, that is, in plant, machinery and equipment. In our society most of that investment is made at private initiative, and it will not be made unless the economic environment encourages it.

An element of public financial policy that has very great influence over time on the willingness and ability of the community to invest in productive plant and equipment is fiscal policy. The scale of such investment is much affected both by tax policy and by the borrowing requirements of governments. The former is obvious but the latter is not. Large fiscal deficits undertaken to transfer income to individuals, and thereby to increase consumption, at times when the economy would otherwise be sub-

stantially under-employed will encourage investment in business plant and equipment. But if large fiscal deficits are continued when the economy has little more effective capacity to increase output they will discourage such investment. The restraint on investment is felt through various channels. One of them is that the fiscal deficits absorb savings that could otherwise be channelled by financial markets into financing the expansion of plant and equipment. This can militate against the increases in productivity and income that capital formation makes possible.

There is also an international aspect to the matter. A country's international balance of payments is two-sided; the balance on current account must be matched by an equal and opposite balance on capital account. If we in Canada want to reduce our international deficit on current account and thus our use of foreign savings we shall have to pay careful attention to the rate at which domestic savings are being absorbed by the fiscal deficits of our governments.

Canada's human and physical resources are very great. They provide us with the means of achieving sustained prosperity but they do not guarantee it. It is, I am pleased to note, being increasingly recognized that the best way to realize our potential is to restore confidence in the value of our money and to provide the room and the incentive for high investment out of domestic saving. The benefits of this approach will not be immediately dramatic but they will mount up steadily over time. It is the best way to ensure a strong economy in the years ahead.

While this Report was being completed interest rates in the United States again rose sharply. Expectations about the prospects for bringing inflation under early control in that country have been adversely affected by a number of

events, including the sharp rise in oil prices, the high rate of other price increases and international political developments. A large increase in bond yields has occurred in U.S. financial markets and has spilled over into Canada, giving rise to nearly as large an increase in bond yields here. Money market interest rates have moved sharply up in the United States to levels higher than those in Canada, where rates have remained relatively stable in recent months. The prime lending rates of banks have risen to as high as $16\frac{3}{4}$ per cent in the

United States while in Canada they have remained at 15 per cent, the level attained last October. The Canadian dollar was relatively strong in the exchange market in February because of inflows of funds that appear to be related in considerable part to Canada's energy prospects.

Recent international events show how vulnerable the world economy is to an increase in inflationary pressures and underline the need for resolution in resisting inflation here in Canada.

Output, Capacity and Inflation

Since the trough of the recession in early 1975 total nominal spending in the Canadian economy has grown at a substantial pace. The rate at which the physical volume of output has expanded, however, has been lower on average than has been typical of previous cyclical up-swings. Constraints relating to supply conditions, which now seem to be limiting our scope for matching average postwar rates of increase in output, have played a greater role in this outcome than is commonly supposed. Important sectors of the Canadian economy, particularly those whose competitiveness improved as a result of the depreciation of the Canadian dollar in 1977 and 1978, have been operating recently at virtually full stretch. This situation contributed to some reversal of the substantial progress made between 1975 and early 1978 in reducing the inflation of Canadian costs and prices.

Growth of Output

The pick-up in economic activity following the 1974-75 recession was initially rather uneven. Between mid-1975 and mid-1976 Gross National Expenditure (GNE) in volume terms grew very rapidly indeed, at a rate in excess of 6½ per cent, with most of the stimulus

arising from domestic sources. Under the influence of government programs, housing starts rose to historically high rates while the volume of consumer expenditures, many of them related to housing, also went up rapidly. During the four quarters from mid-1976 to mid-1977 the economy's advance slowed and GNE in volume terms grew by 1½ per cent as housing starts fell and consumption expenditures levelled off. It was only after mid-1977 that more substantial growth resumed, but with the primary impetus arising from external rather than domestic sources. The growing strength in the U.S. economy had earlier begun to have an influence on the volume of Canadian exports, and to this was added the impact on exports and imports of the substantial recovery in Canada's international competitive position that occurred in 1977 and 1978. The stimulative effect of these developments on demand was particularly marked in the manufacturing sector. Between mid-1977 and the end of 1978 the volume of manufacturing output grew at an annual rate of about 8 per cent whereas GNE in volume terms grew at less than half this rate. Demand pressures on many of the Canadian industries whose production is exported or which compete with imports continued to be

Demand, Output and Employment

Seasonally adjusted

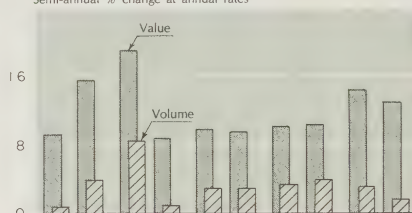
Domestic and foreign demand

Billions of constant (1971) dollars - Ratio scale



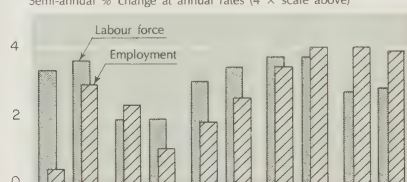
Gross national expenditure

Semi-annual % change at annual rates



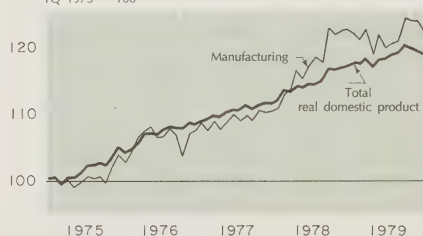
Labour force and employment

Semi-annual % change at annual rates (4 x scale above)



Output

1Q 1975 = 100



in strong evidence in 1979 as well. Under the influence of improved profits and significant capacity constraints, business investment picked up sharply in the second half of 1978 and grew at about a 10 per cent rate in 1979 as a whole, or considerably more rapidly than total output; in volume terms GNE in 1979 was 3 per cent higher than in 1978.

Capacity Constraints

Although the growth of output from the most recent cyclical trough in 1975 through to 1979 was not high by historical standards, important parts of the economy were by 1979 being substantially constrained in their capacity to meet demand efficiently. That this is not more widely recognized is due in part to the fact that some

widely used summary measures of operating limits for the total economy can easily be misinterpreted, particularly when important shifts in demand are taking place. A more detailed analysis is required to obtain a clear picture of what the situation was.

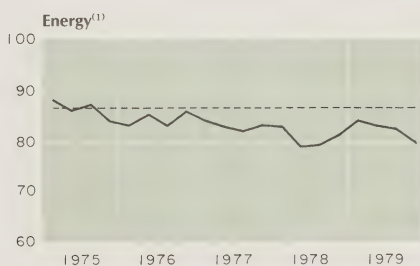
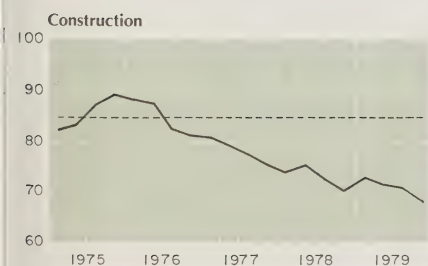
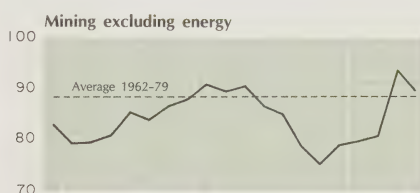
Tightened conditions in manufacturing have been apparent for well over a year, with the level of capacity utilization recorded since the middle of 1978 remaining well above the average of the last eighteen years. Moreover, high operating rates were widespread among the different manufacturing sectors. For example, the industries producing food and beverages, knitted products, textiles, paper and allied products, and fabricated metals all recorded utilization rates at or close to peak levels in 1979. More direct investigation confirms that

these industries and many others were commonly producing at levels which were stretching the practical limits of their available plant and equipment.

There were a number of manufacturing industries where capacity utilization measures pointed to some slack in 1979. In most cases, however, it is apparent that special factors reduced the usefulness of these indicators. The recorded capacity utilization rate for the chemical industry was biased downward by recent major additions to the capital stock that were not fully on-line. In the fish and meat processing industries, conversely, capital was available but could not be used fully because of shortages of raw materials for processing. As for the primary metals industry, there were supply problems with respect to steel; some

Capacity Utilization Rates for Major Goods Producing Industries

Seasonally adjusted



⁽¹⁾ Includes petroleum and natural gas mining, electric power and gas utilities, petroleum and coal products, and pipelines

domestic customers were put on allocation as early as the second quarter of 1978. Finally, and most importantly, the weakening of output relative to capacity in the transportation equipment sector reflects abrupt changes in the pattern of automobile demand. In the face of OPEC price increases and growing insecurity of oil supply, the U.S. demand for new cars declined and shifted markedly towards smaller vehicles. The Canadian automobile industry, whose facilities have mainly been oriented to producing larger cars, was particularly affected by these developments. Subject to what was an effective if not a measured capacity constraint, output fell sharply. For manufacturing other than the production of transportation equipment the rate of capacity utilization was both much higher than average and rising in 1979.

Among the other main goods producing sectors of the Canadian economy, only construction has in fact been operating well below capacity. While the energy sector may also seem to have been characterized by similarly low operating rates in recent years, as a practical matter this impression is misleading. As in the case of chemicals, recent investment in energy producing activities has been dominated by a number of large projects which in many cases have not yet become fully productive. The fact that such investments are nevertheless included in the available estimates of the physical capital stock exerts at the present time a substantial downward bias to measured capacity utilization figures in the energy sector. As for mining, while strikes in both 1978 and 1979 artificially depressed output, by the second half of 1979 the underlying strength in this sector was becoming increasingly obvious.

What a review by industry reveals is that in 1979 a great many Canadian goods producing industries were operating without much effective capacity to spare. Demand was generally high, particularly in those areas oriented to exports or which competed with imports. In some industries output was held back by

bottlenecks related to a lack of materials. In other areas where there was considerable unused capacity to produce, such as in construction and in the manufacture of large cars, resources could not be shifted quickly to supply the kinds of goods that were in demand at home and abroad.

Statistics on labour markets pose similar problems of interpretation. It has been apparent for some time that the level of the over-all unemployment rate is also an unreliable guide to the extent of unused capacity in Canada and the possibility for further output growth. There are major differences in the degree of labour market tightness across regions, but there is considerable evidence that the over-all unemployment rate for Canada has since the early 1970s been subject to both demographic and policy influences which have raised its measured level relative to any realistic perception of ease or tightness in the economy as a whole. Various studies have underlined the importance of the recent very rapid rise in the proportion of the total workforce made up of adult women and young people, whose relative lack of experience often contributes to higher job turnover and longer periods of unemployment. As for the influence of policy, revisions to unemployment insurance legislation in 1971 reduced the effective costs of being unemployed, resulting in longer average periods for job search, increased participation in the workforce, and a greater reluctance on the part of employers to retaining on a permanent basis employees whose work was highly seasonal. Accordingly, the range of measured unemployment which the economy cannot avoid without intensifying inflationary pressures is now substantially higher than it was in the 1950s and 1960s. To achieve lower measured rates of unemployment on a sustainable basis calls for policies that address these structural developments or imbalances directly.

Other labour market indicators reveal a picture that differs importantly from that portrayed

Labour Market

Seasonally adjusted



by the over-all unemployment rate as conventionally measured. The unemployment rate for adult males did rise as high as 5.4 per cent in mid-1978 but, unlike the over-all rate, remained appreciably below its postwar peak, even though it too was likely pushed up by the policy influence discussed above. During 1979, moreover, this rate has registered a substantial decline. A similar impression of growing tightness in labour markets is given by the employment ratio, which measures the proportion of the working age population having jobs. This

proportion declined moderately between mid-1975 and early 1978, but over the more recent period it has risen dramatically as employers have greatly expanded their workforces. Recent increases in the level of the help wanted index, along with numerous reports of shortages of skilled workers, give further indication that the labour market was under increased pressure.

An important aspect of the economy's reduced ability to increase output has been the recent performance of productivity. Productivity growth seems to have been slowing in the 1970s, particularly in the latter part of the decade. The causes of the productivity slowdown, which is not limited to Canada but has also been apparent in most other major industrial nations, are not easy to isolate. Reductions in the quantities of readily available natural resources, a relative weakness in investment other than in energy, an accelerated obsolescence of plant and equipment caused by rapid rises in energy prices since 1973, and the change in the composition of the workforce, have all been suggested by investigators in Canada as possible contributing elements. In any event, the persistent nature of the slowdown indicates that it is more than a cyclical phenomenon.

Costs and Prices

From 1974 into 1978 there was an appreciable diminution of inflation. The deflator for Gross National Expenditure, which had reached an annual rate of growth of well over 15 per cent, increased by less than 7 per cent in the second half of 1977. The Consumer Price Index also demonstrated a substantial though more moderate deceleration over the same period, while increases under new wage settlements slowed steadily. Whereas in 1975 newly negotiated wage settlements without cost of living adjustment (COLA) clauses commonly gave average annual percentage increases of over 20 per cent per annum, by late 1977 they had declined to the 7-8 per cent range. While there can be little doubt that this improvement in Canada's

Selected Measures of Inflation



⁽¹⁾ Except wage settlements, which are a 4 quarter moving average plotted on the final quarter

inflationary performance was helped by the influence of the Anti-Inflation Board, the evidence in Canada and in other countries indicates that it is unlikely that any such success would have been achieved had there not been an appropriately competitive climate existing in the Canadian economy at that time. It is noteworthy that the reduction in inflation observed during 1977 occurred despite a large depreciation of the Canadian dollar during the year, the effects of which were to raise directly and significantly the Canadian dollar price of many imported and exported goods.

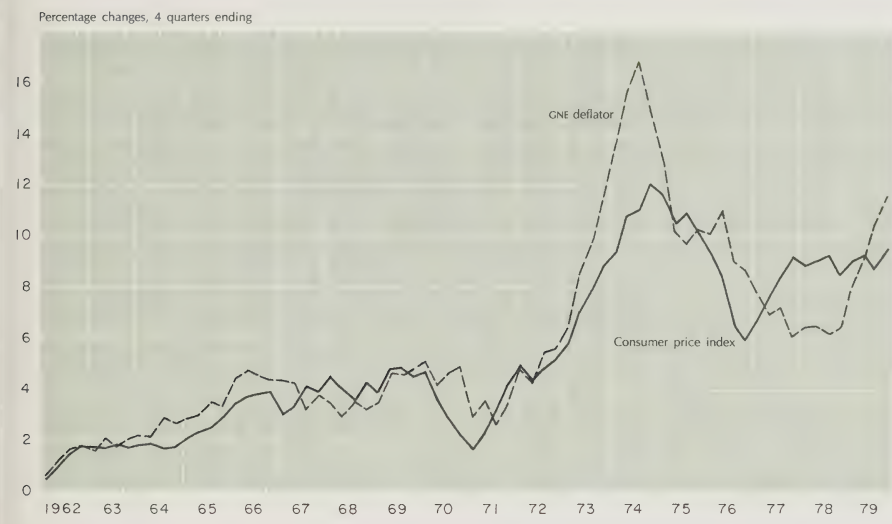
Since the middle of 1978 there has been accumulating evidence of a resurgence of inflationary pressures. From about 6½ per cent annually in the first half of 1978, the rise in the

GNE deflator went up to about 10 per cent in the second half of 1979. Inflation measured by the Consumer Price Index failed to slow from the high rate associated with the earlier rapid acceleration of food prices. Indeed, consumer prices other than food rose considerably faster through 1979 despite a relatively slower upward adjustment of domestic energy prices, while wage settlements (without COLA clauses) in the commercial sector of the economy also moved up into the 10 per cent range in the second half of last year. For the non-commercial sector the pick-up in wage increases was less pronounced.

These recent developments reflect in part the impact of external inflationary forces which were transmitted to Canada in the absence of offsetting strength in the external value of the Canadian dollar. The prices of both Canadian exports and imports rose extremely rapidly in both 1978 and 1979. Although these developments in 1978 were heavily influenced by the 7 per cent decline in the value of the Canadian dollar over the year, in 1979 the primary impetus came from the very rapid rate of growth of prices in the United States and overseas. These external developments had a substantial effect on measured inflation in Canada. Their impact has been exacerbated by the recent behaviour of food prices in North America. With beef supplies at a cyclically low point and severe weather conditions influencing many crops, food prices in Canada rose in both 1978 and 1979 at rates substantially in excess of other domestic prices. Domestic energy prices on the other hand rose at about the same rate as the Consumer Price Index.

The recent resurgence of inflationary pressures in Canada has also, however, been fuelled by domestic influences. As described above, the Canadian economy has over the last year or so been producing at a rate which for important sectors of the economy has meant operating very close to full capacity. This environment has provided little incentive for workers, con-

Inflation: A Historical Perspective



cerned about living standards in the face of external price shocks, to moderate their wage demands, and rising wage settlements in turn have begun to have an impact on business costs and on prices. This effect has been compounded by the poor productivity performance. At the same time, given the high level of demand for its products, the business sector has in general been able to improve its profit margins. In sum, the substantial degree of tightness in many sectors of the Canadian economy in 1979 contributed directly to inflationary pressures and supplemented the effect of external influences.

The deterioration in our cost and price per-

formance during the cyclical expansion of the last few quarters is disappointing but only partially erases the progress made in combatting inflation over the longer period measured from the peak in the last economic upturn. Whereas the GNE deflator reached a maximum rate of growth of over 15 per cent per annum in 1974, the comparable figure in 1979 was approximately 10 per cent. Furthermore, the rise in consumer prices is running appreciably below the rate reached in 1974. In each of the three previous periods of economic upswing inflation reached a successively higher peak, and by this standard the degree of deceleration achieved is the more significant.

Canada's Balance of International Payments

One of the most important questions in recent years about Canada's balance of international payments has been how the balance on current account would respond to the substantial improvement that has taken place since 1976 in the competitive position of Canadian suppliers of goods and services in relation to foreign suppliers both in Canadian markets and abroad.

Since 1976 there does not appear to have been much difference in the trends of costs of production in Canada and the United States as measured in their own currencies, and therefore the substantial depreciation of the Canadian dollar in terms of the U.S. dollar has greatly improved the position of Canadian suppliers relative to U.S. suppliers. The Canadian competitive position has improved even more relative to suppliers from a number of important trading nations overseas since there was also a substantial depreciation of the U.S. dollar against their currencies.

There is considerable evidence that Canada's improved competitive position as an international supplier is, in fact, having a substantial effect on a wide part of our international trade. The impact on the total balance on current account has, however, so far been largely offset by other influences, some of them transitory, and our underlying payments position is stronger than appears on the surface. This view is reinforced by the present prospects for Canada's international trade in oil and gas.

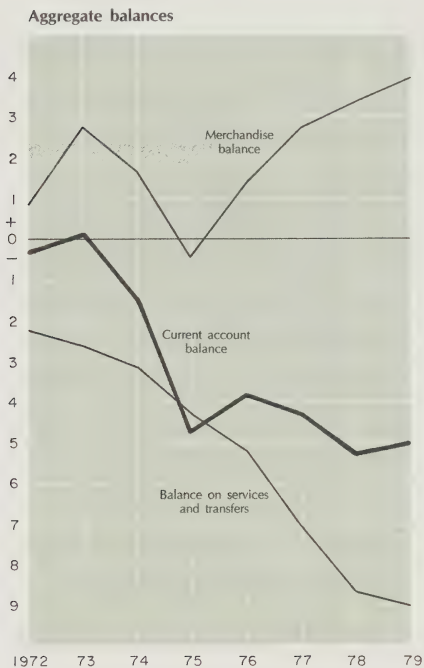
The improvement in 1979 in the balance on merchandise trade would have been considerably larger but for some developments of a

rather special nature. Canada's net deficit on trade in automotive products with the United States grew from 1978 to 1979 by \$2.5 billion to a level of \$3 billion. This was due to a combination of a much weaker market for North American models in the United States than in Canada and a concentration of Canadian automobile production in larger models for which demand in the United States was particularly weak. Also, the physical volume of wheat exports was severely constrained by transportation and handling difficulties although the effect on the value of wheat exports was more than offset by an increase in the price of wheat. In another area of our trade where the outcome is determined by special considerations, namely that of crude oil and natural gas, the value of Canada's net exports increased from \$0.3 billion in 1978 to \$1 billion in 1979. The balance of Canada's international trade in other goods improved substantially in 1979, continuing a trend evident since 1975. For this trade, which comprised over two thirds of Canada's total trade in goods, there was an increase in the net surplus from 1978 to 1979 of over \$2 billion to a level of \$3.7 billion.

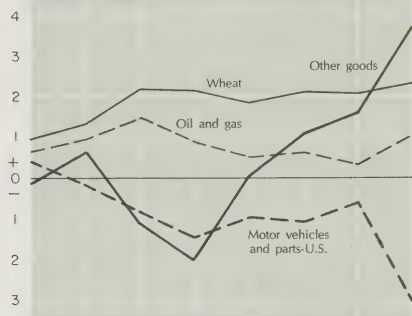
The physical volume of exports of goods other than automobiles and parts to the United States, wheat and oil and gas rose by 10 per cent in the year, nearly the same gain as in 1978 and twice that of 1977. The expansion was paced by shipments of highly manufactured goods, one of the more price-sensitive components of exports, which rose by over 20 per cent in each of the last two years. This was achieved

Current Account of the Balance of Payments

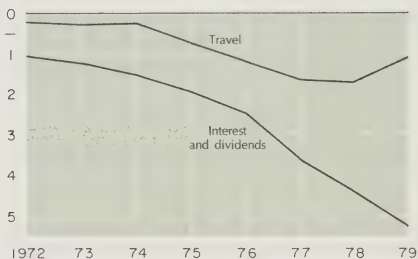
Billions of current dollars



Merchandise balances



Services balances



in the face of some slowing in the pace of real growth in the United States, by far our largest market.

The competitive position of Canadian industry in many areas of trade would have allowed our real trade balance to be stronger than it was in 1979 if the output of many suppliers had not been constrained by productive capacity. Indeed, the emergence of high levels of capacity utilization in Canada during the past year or so was in part a manifestation of the response of Canadian industry to its enhanced international competitiveness. Limitations on

production capacity and improved profits spurred a marked pick-up in business investment which will increase the scope for the rechanneling of trade flows in favour of Canada in the longer run. However, increased outlays on machinery and equipment worsened the trade balance in 1978 and 1979 because such outlays have a high import content. At the same time imports of industrial materials rose by more than might have been expected in the light of general economic conditions. In both these areas high levels of capacity utilization in various domestic industries, notably

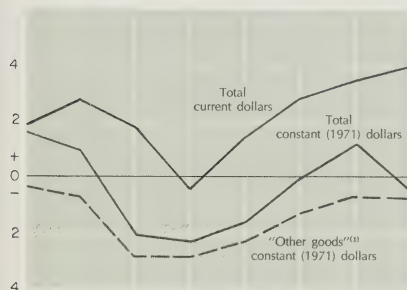
machinery and primary iron and steel, forced an increasing reliance on imports. The volume of imports of machinery, equipment and industrial materials rose more than by 15 per cent in 1979 while imports of other goods, comprising over half the total, increased by just 2 per cent.

The surge in imports of investment and industrial goods held the real balance of trade in 1979 in goods other than automotive prod-

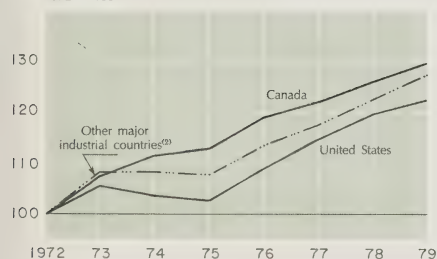
ucts with the United States, wheat and oil and gas to much the same level as in 1978. The sharp rise in the value of the net surplus on this trade was mainly the result of a greater increase in the prices of Canada's exports than in the prices of its imports. This improvement in our merchandise terms of trade largely reflected upward pressures in world commodity markets. Since Canada is a net exporter of raw materials and a net importer of manufactured

Major Influences on Merchandise Trade

Trade balance
Billions of dollars



Real GNP
1972 = 100



⁽¹⁾ Total excluding motor vehicles and parts traded with the United States, oil, gas and wheat

⁽²⁾ Real GNP/GDP in Japan, United Kingdom, Germany, France and Italy weighted by their shares of Canadian exports

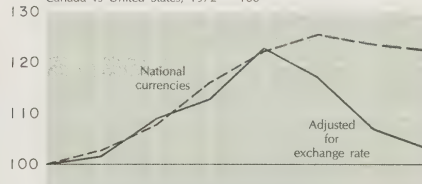
Exchange rate

Cdn. \$ in U.S. funds (annual averages)



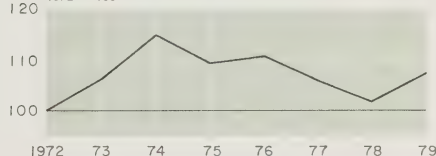
Relative unit labour costs⁽³⁾

Canada vs United States, 1972 = 100



Terms of trade

1972 = 100



⁽³⁾ Wages, salaries and supplementary labour income per unit of real GNP

goods, an increase in world prices for primary commodities relative to manufactured goods strengthens our trade balance.

Trade in services has also responded to the gain in competitiveness. The deficit on the travel account decreased markedly in 1979. Canadian expenditures on travel abroad declined, in sharp contrast to the rapid growth of the previous several years, and receipts increased strongly for the second year in a row, particularly from visitors from countries other than the United States. The effect of the improvement in the travel account on the over-all balance on services and transfers was, however, more than offset by an increase in the deficit on interest and dividends. The continued widening of the latter deficit was due mainly to the growth of Canada's foreign-held debt, the counterpart of the large current account deficits of recent years. Since most of this debt is denominated in foreign currencies, the depreciation of the Canadian dollar has contributed to the increase in interest payments expressed in Canadian dollars.

Although the net inflow of long-term capital into Canada in 1979 was of much the same order of magnitude as in the previous year there were significant changes in its composition. The net outflow resulting from direct investment transactions moderated substantially from its unprecedented level in 1978, but the inflow

from borrowing by the Government of Canada in foreign capital markets decreased appreciably. Gross provincial, municipal and corporate financing in bond markets abroad, which had fallen off dramatically from a very high level in 1976, was little changed in 1979.

Short-term capital movements in the year resulted in the first substantial net inflow since 1975. The margin of Canadian shorter term interest rates over yields on corresponding U.S. dollar instruments was at no time very large in 1979, and in the latter part of the year it was on occasion negative, but there was an improvement in attitudes of investors towards Canadian dollar assets. While assessments continued to be tempered by concerns about Canada's large current account deficit and domestic cost and price increases, the depreciation of the Canadian dollar that had taken place was widely viewed in the exchange market as having restored the international competitiveness of domestic industry. Attention also focussed on Canada's favourable energy position compared with most industrial countries in a world of rapidly rising oil prices and uncertain supplies. In the event, the exchange value of the Canadian dollar in terms of the U.S. dollar was relatively steady most of the time in 1979 and was a little higher at the end of the year than it was at the beginning.

Recent Experience with Monetary Targets

In the course of 1975 the Bank of Canada began to give a good deal of weight in the conduct of monetary policy to the trend rate of growth of a particular measure of the money supply, namely, currency plus demand deposits at chartered banks, a measure known as M1. In the latter part of that year it announced a target range for M1 growth of not less than 10 per cent a year but well below 15 per cent. Since then the target range has been lowered on four occasions to its present level announced in December 1979 of between 5 and 9 per cent a year.

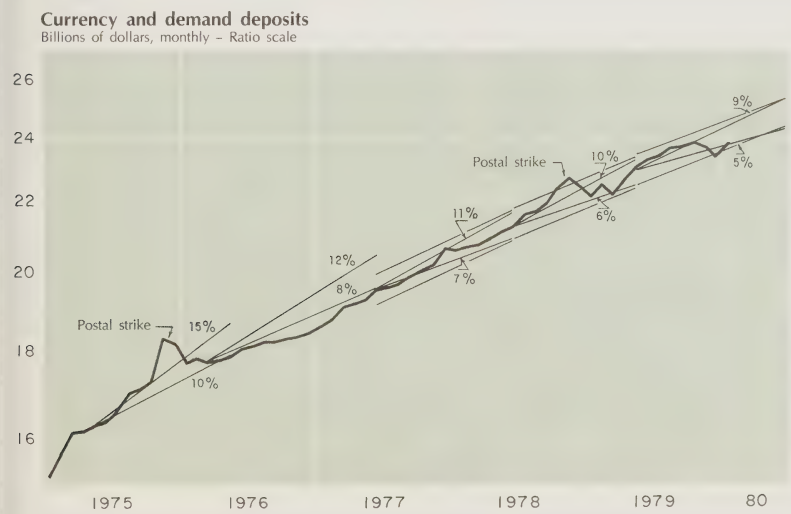
For practical purposes the Bank has come to regard these target ranges as establishing a target band of 2 per cent on either side of the

centre of the target ranges. The target ranges, the related target bands, and the actual movement of M1 are shown in the accompanying chart.

The reason that the Bank decided to give close attention to the trend of M1 was that it reached the conclusion from its analysis of past experience that monetary policy would be improved by so doing. M1 was therefore given an important place among the wide variety of financial and economic indicators of the performance of the economy that the Bank examines in the course of the conduct of its affairs.

That there is a broad and important association between upswings and downswings in the pace of monetary expansion and in the growth

Money Supply and Target Growth Ranges
Seasonally adjusted



rate of total spending in the economy has of course long been recognized. The idea of using some notional limits for the growth rate of the money supply as a guide in conducting monetary policy is thus not a new one. But as a practical matter the possibility of realizing the potential advantages of pursuing monetary targets had to wait on the progress of analytic work that would give a more precise understanding of the relationship between the movements of particular monetary aggregates and those of national expenditure. The Bank's conclusion that it would be constructive to pay a good deal of attention to the trend of M1 followed on such work.

The Bank has now done this for over four years. Looking back on the period it is the Bank's judgement that the change in approach in 1975 has been justified by experience, and that monetary policy has been improved through the use of M1 targets. But it should be added immediately that as a guide for monetary policy the behaviour of M1 presents some problems in practice. The Bank has come to know more about these problems than it did four years ago and experience has confirmed that movements of M1 need to be interpreted with a good deal of care.

The value of M1 – or any other monetary aggregate – as a guide for the conduct of monetary policy depends very heavily on the confidence that one can have in the stability over time of its relationship to the growth rate of total money expenditure in the economy. While M1 growth has proven by and large to bear a fairly systematic relationship to the growth of spending in the economy if account is taken of changes in interest rates, that relationship is not always as close as one could wish. The observed looseness seems to be of two kinds.

Some of the looseness is random in the sense that deviations occur for which no explanations are found even after the event. M1 growth is indeed subject continually to random short-

term fluctuations but these have rarely been either so large or so long lasting as to present a problem for policy. Occasionally, however, unexplained movements of this kind take longer to reverse themselves, causing M1 to diverge from its underlying trend for some months. That is one reason why targets for M1 continue to be expressed as a range between two growth rates rather than as a single target growth rate. The Bank has learned not to attach great significance to M1 movements over the course of a few weeks or even a few months. It is the trend of M1 over considerably longer periods that is of primary importance.

The other kind of looseness arises from innovations in banking practices. The nature of the various measures of the money supply in any society is shaped by the practices of its financial institutions, and changes in these practices affect the way the measures move. As long as the changes are relatively minor and do not result in sharp adjustments in the average size of the money balances demanded by the public they give rise to no particular problem in interpreting the money supply series. But major changes in banking practices can cause a problem because it is rarely possible to get a direct measure of their effects on the money supply statistics, and so it is difficult to know with any precision what allowance should be made for these effects in interpreting the behaviour of M1 and adjusting the target range from time to time.

One relatively recent innovation in Canadian banking practices has been of consequence in this regard. In the course of 1976 and 1977 there was a considerable acceleration for a while in the rate at which the banks' larger customers took advantage of new facilities provided by the banks to enable these customers to manage their affairs satisfactorily with lesser current account balances relative to their transactions than they had previously needed. This development appears to have contributed

significantly to the relatively low rate of growth of M_1 during that period, a rate that understates the effective growth of M_1 at that time.

More recently the widespread offering by banks of personal savings accounts on which interest is calculated on a daily basis is providing an inducement to individuals to minimize the balances that they hold in chequing accounts. It is still too early to be able to judge the extent to which the growth of daily interest savings accounts may be affecting the growth of demand deposit accounts and thus of M_1 , but so far the indications are that the effect is not large.

Actual and potential shifts of this kind reduce the confidence that one can have in the stability of the relationship between M_1 , national expenditure and interest rates, and mean that one cannot put uncritical reliance on this measure of the money supply as a guide to monetary policy. But, provided M_1 movements are interpreted with care in the context of banking practices, it seems likely that they will continue to be useful as a guide for monetary policy.

While continuing analysis of the behaviour of monetary aggregates underlines the need for care in using M_1 it has not indicated that monetary policy would be better if the Bank of Canada framed its monetary targets in terms of some broader aggregate. There are more difficult problems in drawing information useful for the conduct of monetary policy from the broader aggregates. This is because there is more room in the Canadian financial system for the movement of the broader aggregates to be appreciably affected by factors other than the growth of national expenditure and changes in interest rates than there is in the case of M_1 . Shifts in the shares of business flowing through banks, other financial institutions and securities markets are constantly occurring and they sometimes give rise to major movements of the broader aggregates that are without significance for monetary policy. If one of the broad aggregates were used to set targets for monetary growth, it would be extremely difficult to adjust the targets in a way that would make adequate allowance for these recurring extraneous movements.

Bank of Canada Operations

The Bank of Canada's operations include those which it carries out as principal in the conduct of monetary policy and those which it carries out as fiscal agent for the Government of Canada. It is as agent for the Government that the Bank manages the public debt and operates in the foreign exchange market.

Interest Rates and Cash Reserve Management

In 1979 the Bank's operations in pursuit of its interest rate and money supply objectives were carried out in an unusually vigorous manner at times, and for a period they involved intervention in the long-term bond market on a large scale. Details of these operations by months appear in tables at the end of this section.

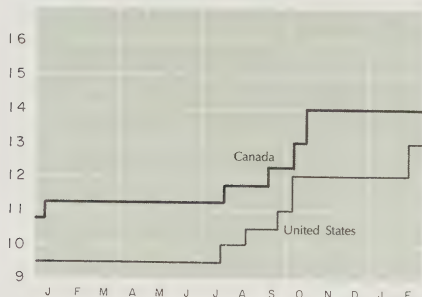
The Bank Rate was raised from $10\frac{3}{4}$ per cent to $11\frac{1}{4}$ per cent effective January 4, 1979. During the first half of the year the Bank's daily operations were designed to keep short-term interest rates within a range that was consistent with that Bank Rate. Expectations of an impending recession in the United States led on occasion to a strong tendency for long-term interest rates to decline, and the Bank resisted this tendency by selling in the market long-term Government of Canada bonds from its own portfolio. By early April it had sold about \$1.1 billion of such bonds, and had replenished its own holdings by purchasing long-term bonds at the time of new Government of Canada issues and by a purchase of a special \$300 million issue directly from the Government. The debt management operations of this period featured very large tranches of long-term Government of Canada bonds which were sold to the public at the time of new issues. Including these new issues, the market absorbed a total of \$2.7 billion long-term bonds in the first six months of 1979.

The relative stability of interest rates in the first half of 1979 gave way to a sharp upward movement of rates in the United States and Canada in the second half of the year. Short-term rates rose in Canada from mid-summer to mid-autumn by about 3 per cent while long-term rates rose by about $1\frac{1}{2}$ per cent. The Bank Rate was increased from $11\frac{1}{4}$ per cent to $11\frac{3}{4}$ per cent effective July 23, to $12\frac{1}{4}$ per cent effective September 10, to 13 per cent effective October 9 and to 14 per cent effective October 25. After each increase the day-to-day operations of the Bank were mainly directed towards encouraging stability of interest rates at the new level.

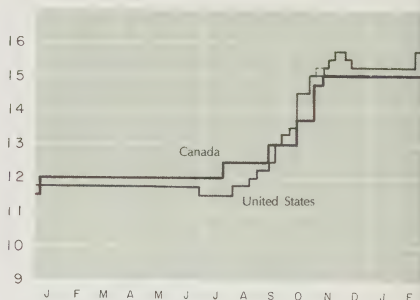
The increase in interest rates during the latter part of this period produced complications for the annual Canada Savings Bond campaign and for other aspects of Government finance. Because of rising interest rates during the Canada Savings Bond campaign two upward adjustments were made in the yields on the new and outstanding series of Canada Savings Bonds. These changes proved sufficient to prevent a net redemption of Canada Savings Bonds for the campaign period as a whole. However, during the first two weeks of November there was a temporary net run-down of more than \$1 $\frac{1}{4}$ billion in outstanding Savings Bonds due to the difference in timing between redemptions and sales of bonds. During this interval the chartered banks, trust companies and other financial intermediaries experienced large increases in private sector deposits while the cash balances of the Government declined to a very low level. In response to this developing situation the increment of treasury bills offered at the weekly tender was increased and the Bank of Canada engaged in sales of treasury bills in the open market; the Bank also acted to absorb part of the increase in the liquidity of the financial system by selling short- and mid-term

Interest Rates

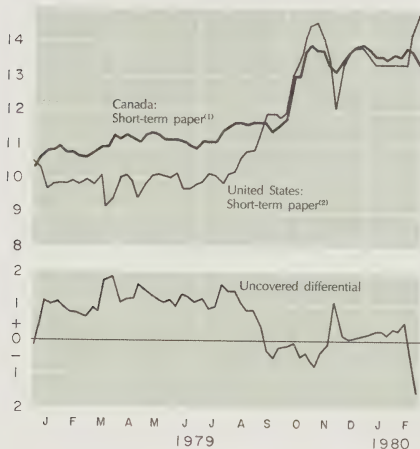
Bank Rate and U.S. discount rate



Prime lending rates



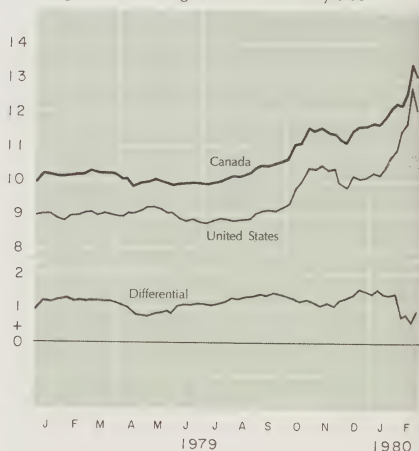
Short-term (1 month) market rates



⁽¹⁾ Finance company paper

⁽²⁾ Dealer-placed commercial paper

Long-term federal government bond yields⁽³⁾



⁽³⁾ Theoretical yield on 20-year federal government bonds

Government bonds. These bond sales occurred in relatively small amounts initially but they accelerated in late November when a brief reversal in the general upward movement in world interest rates led to a significant increase in the demand for Government of Canada bonds. In

total such bond sales amounted to about \$825 million by month-end.

Towards the end of 1979 and in early 1980 many financial markets in the world were characterized by extreme nervousness and volatility. Among the unsettling factors were the

announcements by OPEC members of further increases in crude oil prices, the prolonged hostage incident in Iran, and the USSR's military intervention in Afghanistan. In the United States indications of the long-awaited recession were still few and inconclusive and inflationary expectations seemed to intensify. In these circumstances the confidence of investors suffered a marked decline and an extremely sharp downward adjustment in U.S. bond prices took place; this development had a major impact on bond prices in Canada as well.

Debt Management

During 1979 there was an increase of \$8.9 billion in the par value of outstanding marketable Government bonds and treasury bills payable in Canadian dollars and a decrease of \$1.3 billion in the outstanding amount of Canada Savings Bonds. Part of the \$11.6 billion total Canadian dollar financing requirement of the Government was met by a decline of \$4.0 billion in cash balances. At year-end the Canadian dollar cash balances of the Government amounted to \$2.5 billion.

Additions to the outstanding amount of treasury bills totalled \$2.1 billion in 1979, of which \$1.5 billion came from augmenting the weekly auctions of 3-month and 6-month bills. The remaining \$625 million took the form of additions to the one-year treasury bill tenders which occur every four weeks. The holdings of treasury bills outside the banking system increased by \$174 million in 1979 to \$4.2 billion.

The amount outstanding of Government of Canada direct and guaranteed marketable bonds payable in Canadian dollars rose by \$6.7 billion on a par value basis during 1979. As shown in Appendix Table IV, there were eight public offerings of such bonds over the year, four of which involved substantial refundings of maturing issues. All but one offering included tranches of short-, medium- and long-term bonds, while on two occasions a ten-year

tranche was added. Of the total new marketable bonds issued, 7 per cent were short-term (due in three years or less), 27 per cent were medium-term (due in more than three years but less than ten years) and the remaining 66 per cent were long-term. As a result the average term to maturity of direct and guaranteed bonds payable in Canadian dollars lengthened further in 1979 by twenty-two months to ten years five months. In addition to the public offerings of bonds, on March 21 a long-term issue of \$300 million was placed directly with the Bank of Canada in order to facilitate the continuation of the Bank's sales of bonds in the open market.

The terms of the 1979/80 series of Canada Savings Bonds were first announced on September 12 and provided a yield of $10\frac{1}{4}$ per cent for each of the seven years to maturity. As was described above, interest rates in the United States and Canada moved rapidly upwards, and the yield offered on the new series was adjusted on two occasions. On October 18 the rate for the first year was raised to 11 per cent with the rate for each subsequent year set at $10\frac{1}{2}$ per cent. On November 5 the rate for the first year was raised again, to 12 per cent; the rate for the subsequent six years however was not adjusted, remaining at $10\frac{1}{2}$ per cent. The new rates were also to apply to the eleven previous issues still outstanding. In the case of those series dated before November 1, 1977, the increase in the rate of return was achieved by means of cash bonuses payable on the maturity of the bonds. The campaign produced a gross sale of \$4.9 billion in the fourth quarter of the year, and after allowing for redemptions the outstanding amount of Canada Savings Bonds increased by \$0.5 billion over the same three months. For the year as a whole, however, the outstanding amount declined by \$1.3 billion, and the proportion of the total of Government of Canada securities outstanding held in this form declined from 33 per cent to 27 per cent.

In addition to its involvement in domestic

financing operations during 1979 the Bank of Canada assisted the Government in two operations in foreign capital markets which raised net in foreign currency the equivalent of U.S.\$605 million from issues of marketable securities and U.S.\$759 million from fixed rate bank loans. These financings were completed in the first quarter of the year. The first involved a total of 100 billion Japanese yen, of which 30 billion yen took the form of a public offering of five-year bonds bearing a coupon of 6.4 per cent, 35 billion yen took the form of a ten-year syndicated loan bearing an interest rate of 7.1

per cent, and 35 billion yen took the form of a twenty-year syndicated loan bearing an interest rate of 7.5 per cent. The second borrowing, in the Swiss capital market, involved a total of 1,500 million Swiss francs, of which 700 million Swiss francs took the form of three-year fixed rate bank loan bearing an interest rate of $2\frac{7}{8}$ per cent, 500 million Swiss francs took the form of a private placement of six-year non-callable notes bearing a coupon of 3 per cent, and 300 million Swiss francs involved a public offering of ten-year marketable bonds bearing a coupon of $3\frac{5}{8}$ per cent.

Changes during 1979 in the distribution of the outstanding debt of the Government of Canada are summarized in the accompanying table. Although the general public reduced its holdings of Canada Savings Bonds, it added very substantially to its holdings of marketable bonds, especially long-term bonds.

Summary of Changes in Government of Canada Securities Outstanding During 1979

Billions of dollars (par value)

Treasury bills	+2.1
Canada Savings Bonds	-1.3
Marketable bonds*	+7.5
	<u>+8.3</u>

Held by:

Bank of Canada	
Treasury bills	+0.8
Marketable bonds	+0.9
	<u>+1.7</u>

Chartered Banks

Treasury bills	+1.2
Marketable bonds	-0.9
	<u>+0.3</u>

Government Accounts

Treasury bills	-0.2
Marketable bonds	-0.1
	<u>-0.3</u>

General Public

Canada Savings Bonds	-1.3
Treasury bills	+0.3
Marketable bonds	+7.6
(of which long-term)	<u>(+4.3)</u>
	<u>+6.6</u>

* Includes an increase of \$0.7 billion in securities payable in foreign currencies.

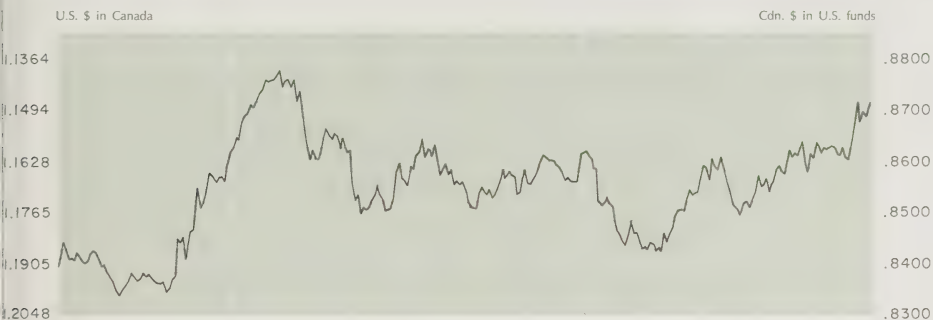
Foreign Exchange Operations

Through much of 1979 the exchange rate was a good deal steadier than in recent years. Moreover, following more than two years of decline against the U.S. dollar, the Canadian dollar strengthened modestly over the period. From its low of U.S.\$0.8320 early in 1979 the Canadian dollar rebounded strongly in March and April to a high of U.S.\$0.8778 and then settled back into a trading range of about U.S.\$0.85-0.86 for the summer months. It fell through October to a low of about U.S.\$0.84 but recovered to stand at U.S.\$0.8572 at year-end. As of February 27, 1980, the Canadian dollar stood at U.S.\$0.8714.

Official exchange market operations by the Bank of Canada as agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance continued to be directed towards moderating the pace of movements in the exchange rate in either direction. This at times involved sizeable purchases and sales of foreign exchange and consequent changes in Canada's official holdings of foreign currency.

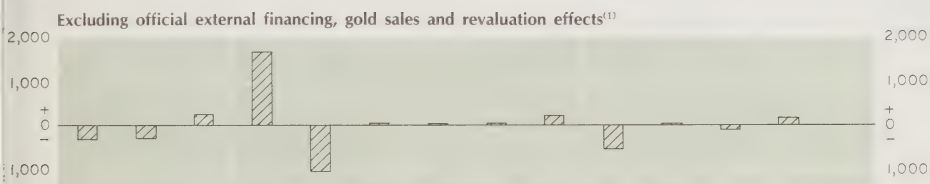
Exchange Rate

Spot closing rates, daily



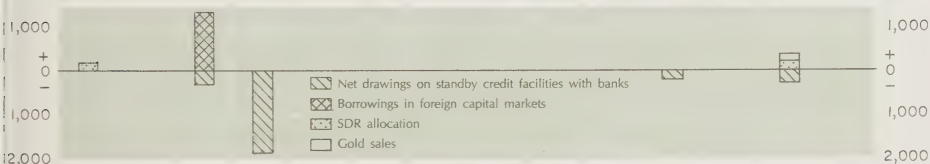
Changes in Official Reserves

Millions of U.S. dollars, monthly

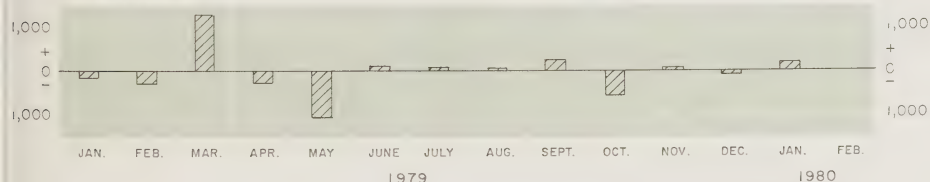


⁽¹⁾ The U.S. dollar value of SDR-denominated assets (gold, the IMF position and SDRs) rises when the exchange rate of the U.S. dollar declines in terms of SDRs, and decreases when the opposite occurs.

Government foreign currency financing, SDR allocations and gold sales



Total net change



Last date plotted: exchange rate February 27, 1980
official reserves January, 1980

Transactions relating to the Government's borrowings and repayments of foreign currency debt were at times also an important factor in the changes in Canada's official reserves. In March 1979 the net proceeds of medium- and long-term borrowings in the Swiss and Japanese capital markets, amounting to U.S.\$880 million and U.S.\$484 million respectively, were added to reserves. In March and April U.S.\$2.2 billion of outstanding drawings under the two revolving standby credit facilities with banks were repaid. As a result, by the end of April 1979 the drawings from foreign banks had been fully repaid and U.S.\$500 million remained outstanding with Canadian banks. In November a further U.S.\$200 million was repaid to Canadian banks, and the remaining U.S.\$300 million was repaid in January 1980.

The gold component of Canada's official re-

serves did not change much in 1979. Sales of gold to the Royal Canadian Mint in connection with the production of Canadian commemorative coins and the Gold Maple Leaf program were slightly more than offset by purchases of gold from the International Monetary Fund as part of the Fund's gold restitution program. At the end of 1979 official reserves included 22.2 million fine ounces of gold valued at 35 Special Drawing Rights per fine ounce (or U.S.\$46.11 at that date), giving a value of U.S.\$1,022.6 million. In January 1980, 252 thousand fine ounces of gold were sold from the official reserves for U.S.\$174.0 million.

Canada's official international reserve holdings (with gold valued at 35 SDR per ounce) were U.S.\$4,566.2 million at the end of 1978, U.S.\$3,886.9 million at the end of 1979 and U.S.\$4,065.9 million at the end of January 1980.

Appendix Tables

Bank of Canada Assets and Liabilities

Monthly changes, millions of dollars

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Investment in Industrial Development Bank	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities		
						Chartered banks	Government of Canada	Other
1979								
January	+ 53	- 414	- 41	-187	-809	+256	- 23	-13
February	- 553	+ 377	-	+ 6	- 22	-156	+ 6	+ 2
March	+1,207	-1,024	-	+ 61	- 71	+177	+ 99	+39
April	- 603	+1,061	- 38	-159	+227	+169	-103	-32
May	+ 290	- 262	-	+ 32	+242	-182	+ 4	- 4
June	- 281	+ 144	-	+498	+319	+ 16	+ 7	+19
July	+1,378	- 615	- 42	-522	+123	+101	- 7	-18
August	+ 76	- 331	-	+ 99	- 64	-149	+ 62	- 5
September	- 467	+ 369	-	+254	- 86	+265	- 47	+24
October	+ 510	- 91	- 50	-432	+153	-175	- 14	-27
November	-1,379	+ 776	-	+937	-103	+423	+ 7	+ 7
December	+1,397	- 217	-	-585	+866	-299	+ 5	+23
	<u>+1,628</u>	<u>- 227</u>	<u>-171</u>	<u>+ 2</u>	<u>+775</u>	<u>+446</u>	<u>- 4</u>	<u>+15</u>
1980								
January	- 431	- 516	- 42	+ 73	-931	+ 47	- 12	-20

Chartered Bank Cash Reserves

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Total minimum cash requirements	Average holdings of Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of juridical days in period
1979						
January	1-15	5,817	1,305	4,513	4,575	10
	16-31				4,563	12
February	1-15	5,792	1,503	4,289	4,317	11
	16-28				4,321	9
March	1-15	5,735	1,269	4,466	4,479	11
	16-31				4,503	11
April	1-15	5,844	1,266	4,578	4,630	9
	16-30				4,630	11
May	1-15	5,777	1,259	4,518	4,579	11
	16-31				4,555	11
June	1-15	5,793	1,325	4,468	4,497	11
	16-30				4,495	10
July	1-15	5,837	1,341	4,496	4,527	9
	16-31				4,552	12
August	1-15	5,937	1,408	4,530	4,584	11
	16-31				4,603	12
September	1-15	5,956	1,396	4,560	4,624	9
	16-30				4,601	10
October	1-15	5,991	1,403	4,588	4,659	10
	16-31				4,697	12
November	1-15	5,999	1,426	4,573	4,643	10
	16-30				4,606	11
December*	1-15	6,003	1,427	4,576	4,621	10
	16-31				4,670	9
1980						
January*	1-15	6,127	1,451	4,676	4,720	10
	16-31				4,710	12
February*	1-15	6,198	1,689	4,509	4,563	11

* Preliminary.

(1) Advances to banks and Purchase and Resale Agreements with money market dealers summed and divided by number of juridical days.

Excess cash reserves		Advances to chartered banks and PRA outstanding			
Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Number of days outstanding		Average outstanding ⁽¹⁾	
		Advances		Advances	
			PRA		PRA
624	.062	2	7	1.0	83.1
610	.050	1	11	3.3	121.3
309	.028	1	8	3.6	102.8
293	.032	1	7	9.1	154.8
146	.013	2	10	21.5	188.7
409	.037	1	10	12.4	130.9
466	.050	2	6	23.2	91.1
566	.050	3	8	9.6	143.3
681	.059	1	9	1.2	133.2
409	.036	2	7	1.7	78.1
326	.028	2	8	1.5	153.7
282	.026	2	8	3.8	212.3
285	.029	1	7	5.2	202.4
672	.052	2	11	3.6	225.9
594	.049	-	7	-	85.0
879	.067	-	4	-	20.4
575	.057	1	2	0.0	1.6
402	.036	2	3	12.5	30.0
707	.063	2	7	8.6	85.8
1,302	.097	-	6	-	31.2
703	.062	-	4	-	22.7
368	.030	1	6	14.5	107.3
451	.039	2	8	10.3	181.8
845	.082	1	5	13.0	106.4
438	.037	2	8	17.8	106.8
412	.029	1	11	0.4	147.4
603	.046	1	9	0.4	98.7

APPENDIX TABLE III

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and Bankers' Acceptances

Delivered basis, par value in millions of dollars

Net purchases from (+) or net sales to (-) investment dealers and banks								
Treasury bills	Bonds ⁽¹⁾				Bankers' acceptances ⁽²⁾	Sub-total of bills and bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA	
	3 years and under	3-5 years	5-10 years	Over 10 years				

1979								
January	+ 403.4	-	-	-	- 166.4	-21.7	+ 215.3	+ 52.3
February	- 325.6	-	-	-	- 122.0	-	- 447.6	+252.0
March	+1,320.6	-	-	-	- 366.8	-	+ 953.8	-304.3
April	+ 209.5	-	-	-	- 441.5	-	- 232.0	+221.2
May	+ 592.1	-	-	-	-	-	+ 592.1	-217.2
June	+ 545.4	-	-	-	- 1.1	-	+ 544.3	- 4.0
July	+1,139.6	-	-	-	-	-	+1,139.6	+236.6
August	+ 659.7	-	-	-	-	-	+ 659.7	-236.6
September	+ 98.2	-	-	-	-	-	+ 98.2	-
October	- 109.3	-	-	-	-	-	- 109.3	-
November	+ 111.0	-292.9	-526.9	-3.0	-	-	- 711.8	-
December	+ 684.0	-	-	-0.5	-	-	+ 683.5	-
Total	<u>+5,328.6</u>	<u>-292.9</u>	<u>-526.9</u>	<u>-3.5</u>	<u>-1,097.8</u>	<u>-21.7</u>	<u>+3,385.8</u>	<u>-</u>

1980								
January	+ 53.0	-	-	-	-	-	+ 53.0	+ 30.0

⁽¹⁾ Classified by years to maturity at time of transactions.

⁽²⁾ Includes maturing bankers' acceptances.

Net transactions with Government and other client accounts

Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (-) Government and client accounts		Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
55.0	-	- 204.0	+ 21.8	+191.7	-143.6	-17.7	+ 30.4
273.6	+ 129.8	- 220.5	+ 17.4	-600.8	+ 46.4	+11.9	- 542.5
140.8	+ 750.0	- 329.0	+ 23.1	+866.2	+384.1	-15.9	+1,234.4
329.9	- 223.0	- 20.0	+ 21.7	+ 18.7	-618.5	+37.8	- 562.0
501.9	+ 400.0	- 57.7	+ 33.0	-126.6	+408.7	-33.8	+ 248.3
555.1	+ 132.1	- 366.2	- 33.8	-375.9	+ 97.2	- 4.0	- 282.7
353.8	+ 400.0	- 32.8	+ 14.0	+955.3	+430.2	+18.1	+1,403.6
473.4	+ 350.0	- 247.9	+ 25.1	-263.9	+358.9	-18.1	+ 76.9
372.6	-	- 243.0	+ 34.9	-517.4	+ 34.9	-	- 482.5
494.2	+ 184.7	- 69.0	+ 38.3	+315.9	+223.0	-	+ 538.9
536.2	-	- 161.3	+ 27.3	-586.5	-795.5	-	-1,382.0
293.5	+ 519.4	- 75.3	- 15.4	+902.2	+503.5	-	+1,405.7
<u>2,523.0</u>	<u>+2,643.0</u>	<u>-2,026.7</u>	<u>+207.4</u>	<u>+778.9</u>	<u>+929.3</u>	<u>-21.7</u>	<u>+1,686.5</u>
443.3	-	- 44.3	- 35.9	-404.6	- 35.9	-	- 440.5

APPENDIX TABLE IV

Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities*: New Issues and Retirements

Date in 1979	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars - direct and guaranteed					
Feb. 1	8¼% Feb. 1, 1979				100 ⁽¹⁾
	9¾% Feb. 1, 1982	3 yrs.	10.20	75 ⁽²⁾	
	10% June 1, 1984	5 yrs. 4 mos.	10.18	225	
	10¼% Feb. 1, 2004	25 yrs.	10.31	500	
				800	
Mar. 15	9¾% Feb. 1, 1982	2 yrs. 10½ mos.	9.99	75 ⁽³⁾	
	10% June 1, 1984	5 yrs. 2½ mos.	10.06	375 ⁽⁴⁾	
	10 ¼% Feb. 1, 2004	24 yrs. 10½ mos.	10.30	800 ⁽⁵⁾	
				1,250	
Mar. 21	10¼% Feb. 1, 2004	24 yrs. 10½ mos.	10.26	300 ⁽⁶⁾	
Apr. 1	7% Apr. 1, 1979				325 ⁽⁷⁾
May 1	10% May 1, 2002	23 yrs.	10.11	850	
June 1	6½% June 1, 1979				585 ⁽⁸⁾
	9¾% Feb. 1, 1982	2 yrs. 8 mos.	9.80	100 ⁽⁹⁾	
	9¾% Feb. 1, 1984	4 yrs. 8 mos.	9.88	350 ⁽¹⁰⁾	
	10% May 1, 2002	22 yrs. 11 mos.	10.08	500 ⁽¹¹⁾	
				950	
July 15	9¾% Feb. 1, 1982	2 yrs. 6½ mos.	9.81	100 ⁽¹²⁾	
	9¾% Feb. 1, 1984	4 yrs. 6½ mos.	9.89	400 ⁽¹³⁾	
	10% May 1, 2002	22 yrs. 9½ mos.	10.05	500 ⁽¹⁴⁾	
				1,000	
Aug. 15	10% June 1, 1984	4 yrs. 9½ mos.	10.13	200 ⁽¹⁵⁾	
	10% Oct. 1, 1989	10 yrs. 1½ mos.	10.16	200	
	10¼% Feb. 1, 2004	24 yrs. 5½ mos.	10.28	600 ⁽¹⁶⁾	
				1,000	
Oct. 1	3¼% Oct. 1, 1979				343 ⁽¹⁷⁾
	7½% Oct. 1, 1979				624 ⁽¹⁸⁾
	10¾% Oct. 15, 1982	3 yrs. ½ mo.	10.85	200	
	10½% Oct. 1, 1984	5 yrs.	10.63	300	
	10½% Oct. 1, 1989	10 yrs.	10.54	200	
	10½% Oct. 1, 2004	25 yrs.	10.50	600	
				1,300	
Dec. 15	5 ¾% Dec. 15, 1979				225 ⁽¹⁹⁾
	11¾% Dec. 15, 1982	3 yrs.	12.16	275	
	11½% Dec. 15, 1984	5 yrs.	11.77	350	
	11¼% Dec. 15, 1989	10 yrs.	11.46	125	
	11¼% Dec. 15, 2002	23 yrs.	11.44	750	
				1,500	

(Continued)

Date in 1979	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Dec. 29					5 ⁽²⁰⁾
	Total bonds			8,950	2,207
	Total treasury bills*			<u>41,705</u>	<u>39,580</u>
Issues payable in foreign currencies – direct					
Mar. 14	S.F. 500 million 3% notes due Mar. 14, 1985 ⁽²¹⁾	6 yrs.	3.00	351	
Mar. 20	S.F. 300 million 3½% bonds due Mar. 20, 1989 ⁽²¹⁾	10 yrs.	3.72	208	
Mar. 27	Yen 30 billion 6.4% bonds due Mar. 27, 1984 ⁽²²⁾	5 yrs.	6.49	169	
Apr. 15					1 ⁽²³⁾
Oct. 15					1 ⁽²³⁾
	Total bonds			<u>728</u>	<u>2</u>

* Includes three-month, six-month and one-year treasury bills.

⁽¹⁾ Maturity of 8¼% bonds issued December 1, 1976.

⁽²⁾ In addition to \$125 million 9¾% February 1, 1982 already outstanding.

⁽³⁾ In addition to \$200 million 9¾% February 1, 1982 already outstanding.

⁽⁴⁾ In addition to \$225 million 10% June 1, 1984 already outstanding.

⁽⁵⁾ In addition to \$500 million 10¼% February 1, 2004 already outstanding.

⁽⁶⁾ \$300 million placed directly with the Bank of Canada on March 21, 1979.

⁽⁷⁾ In addition to \$1,300 million 10¾% February 1, 2004 already outstanding.

⁽⁸⁾ Maturity of 7% bonds issued April 1, 1974.

⁽⁹⁾ Maturity of 6½% bonds issued June 1, 1971, December 15, 1972 and February 1, 1973.

⁽¹⁰⁾ In addition to \$275 million 9¾% February 1, 1982 already outstanding.

⁽¹¹⁾ In addition to \$250 million 9¾% February 1, 1984 already outstanding.

⁽¹²⁾ In addition to \$850 million 10% May 1, 2002 already outstanding.

⁽¹³⁾ In addition to \$375 million 9¾% February 1, 1982 already outstanding.

⁽¹⁴⁾ In addition to \$600 million 9¾% February 1, 1984 already outstanding.

⁽¹⁵⁾ In addition to \$1,350 million 10% May 1, 2002 already outstanding.

⁽¹⁶⁾ In addition to \$600 million 10% June 1, 1984 already outstanding.

⁽¹⁷⁾ In addition to \$1,600 million 10¼% February 1, 2004 already outstanding.

⁽¹⁸⁾ Maturity of 3¼% bonds issued October 1, 1954.

⁽¹⁹⁾ Maturity of 7½% bonds issued July 1, 1975 and August 15, 1975.

⁽²⁰⁾ Maturity of 5¾% bonds issued December 15, 1971.

⁽²¹⁾ Cancellation of guaranteed debt by Purchase Fund.

⁽²²⁾ Does not include the S.F. 700 million 3-year 2½% loan delivered March 8, 1979 that raised \$493 million.

⁽²³⁾ Does not include the Japanese yen 35 billion 10-year 7.1% fixed rate syndicated loan arranged on February 19, 1979 that raised \$199 million.

Does not include the Japanese yen 35 billion 20-year 7.5% fixed rate syndicated loan arranged on February 19, 1979 that raised \$199 million.

⁽²⁴⁾ Partial redemption at par of U.S. pay 5% October 15, 1987 for Sinking Fund.

BANK OF CANADA Statement of Income and Expense

Year Ended December 31, 1979
(with comparative figures for 1978)

	1979	1978
	(thousands of dollars)	
INCOME		
Revenue from investments and other income		
After deducting interest of \$2,975 (\$3,965 in 1978) paid on deposits	\$1,161,133	\$989,493
EXPENSE		
Salaries ⁽¹⁾	\$ 28,390	\$ 24,823
Contributions to pension and insurance funds ⁽¹⁾	4,647	3,090
Other staff expenses ⁽²⁾	1,606	1,261
Directors' fees	47	43
Auditors' fees and expenses	200	173
Taxes - municipal and business	4,472	4,093
Bank note costs	18,685	15,243
Data processing and computer costs	3,013	2,619
Maintenance of premises and equipment - net ⁽³⁾	6,231	4,910
Printing of publications	470	568
Other printing and stationery	1,400	1,099
Postage and express	826	666
Telecommunications	938	883
Travel and staff transfers	977	860
Other expenses	594	561
	72,496	60,892
Depreciation on buildings and equipment	4,704	3,570
	77,200	64,462
NET INCOME PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	1,083,933	925,031
	\$1,161,133	\$989,493

¹⁾ Salaries, including overtime, and related contributions to pension and insurance funds for bank staff other than those engaged in building maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time, and overtime work) was 1,883 in 1979 and 1,782 in 1978.

²⁾ Includes cafeteria expenses, retirement allowances, educational training costs and medical expenses.

³⁾ Includes all building maintenance costs (including staff costs) but net of rental income.

Certain of the expenses for 1978 have been reclassified in order to conform with the presentation adopted for 1979.

BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1979
(with comparative figures for 1978)

ASSETS	1979	1978
	(thousands of dollars)	
Deposits payable in foreign currencies:		
Pounds sterling and U.S.A. dollars	\$ 229,273	\$ 213,124
Other currencies	1,705	1,236
	<u>230,978</u>	<u>214,360</u>
Advances to chartered and savings banks	<u>116,900</u>	
Bills bought in open market, not including treasury bills, at amortized values		<u>21,606</u>
Investments — at amortized values:		
Treasury bills of Canada	4,239,985	3,489,436
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years	3,768,421	3,362,414
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years	5,542,889	5,071,828
Debentures issued by Industrial Development Bank	344,283	515,660
Securities issued by the United Kingdom and the United States of America	824,723	1,053,000
Other securities	2,633	2,633
	<u>14,722,934</u>	<u>13,494,971</u>
Bank premises:		
Land, buildings and equipment, at cost less accumulated depreciation	76,567	75,395
Cheques drawn on other banks	<u>384,591</u>	<u>903,908</u>
Accrued interest on investments	<u>206,782</u>	<u>193,546</u>
Net balance of Government of Canada collections and payments in process of settlement		<u>197,946</u>
Other assets	<u>6,994</u>	<u>3,910</u>
	<u>\$15,745,746</u>	<u>\$15,105,642</u>

LIABILITIES	1979	1978
	(thousands of dollars)	
Capital paid up	\$ 5,000	\$ 5,000
Rest fund	25,000	25,000
Notes in circulation	10,314,754	9,539,707
Deposits:		
Government of Canada	24,799	29,248
Chartered banks	4,738,420	4,291,793
Other deposits	107,452	92,494
	4,870,671	4,413,535
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	136,285	121,571
Other	233	153
	136,518	121,724
Bank of Canada cheques outstanding	297,429	987,356
Collections and payments in process of settlement:		
Government of Canada (net)	38,814	
Other	54,655	
	93,469	
Other liabilities	2,905	13,320
	<u>\$15,745,746</u>	<u>\$15,105,642</u>

Governor, **G. K. BOUEY**

Chief Accountant, **A. C. LAMB**

Auditors' Report We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1979 and the statement of income and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1979 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

GÉRALD PRÉFONTAINE, C.A.
du cabinet Normandin, Séguin & Associés
Ottawa, Canada, January 17, 1980

M. A. MACKENZIE, F.C.A.
of the firm Clarkson, Gordon & Co.

BANK OF CANADA Financial Statements December 31, 1979

Summary of Significant Accounting Policies

The financial statements have been prepared within the framework of the accounting policies summarized below.

a. Form of Presentation

The form of the statement of assets and liabilities meets the requirements of the Bank of Canada Act.

b. Revenues and Expenses

Revenues and expenses have been accounted for on the accrual basis.

c. Investments and Bills

In accordance with the requirements of the Bank of Canada Act, these assets have been recorded at their cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition have been included in income.

d. Translation of Foreign Currencies

Assets and liabilities in foreign currencies have been translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end.

e. Depreciation

Depreciation has been recorded at the following annual rates applied on the declining balance method:

Buildings	5%
Equipment	20%

Board of Directors

G. K. BOUEY	OTTAWA Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. CAMPBELL	CALGARY, ALTA.
W. DODGE	OTTAWA, ONT.
D. M. GOLDIE	VANCOUVER, B.C.
S. KANEE	WINNIPEG, MAN.
S. G. LAKE	RAMEA, NFLD.
A. A. LEBOUTHILLIER	CARAQUET, N.B.
J. W. E. MINGO, Q.C.	HALIFAX, N.S.
J. H. POTTS, Q.C.	TORONTO, ONT.
M ^{ME} Y. LEFEBVRE-RICHARD	MONTREAL, QUE.
D. A. SMITH	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
J. A. STACK	SASKATOON, SASK. <i>Member of the Executive Committee</i>
J. TASCHEREAU	QUEBEC, QUE. <i>Member of the Executive Committee</i>

Ex-officio

G. L. REUBER	OTTAWA Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>
--------------	--

Principal Officers

G. E. FREEMAN, *Deputy Governor*
*B. J. DRABBLE, *Deputy Governor*
J. N. R. WILSON, *Adviser*
W. A. MCKAY, *Adviser*
G. G. THIESSEN, *Adviser*
J. S. ROBERTS, *Secretary*

G. K. BOUEY, *Governor*
R. W. LAWSON, *Senior Deputy Governor*

ALAIN JUBINVILLE, *Deputy Governor*
D. J. R. HUMPHREYS, *Deputy Governor*
JACQUES BUSSIÈRES, *Adviser*
J. W. CROW, *Adviser*
SERGE VACHON, *Adviser*

*On leave of absence as an Executive Director of the International Monetary Fund

Securities Department

F. FAURE, *Deputy Chief*
T. E. NOEL, *Securities Adviser*

D. G. M. BENNETT, *Chief**

V. O'REGAN, *Securities Adviser*

*On leave of absence

Research Department

W. R. WHITE, *Chief*

Department of Monetary and Financial Analysis

C. FREEDMAN, *Chief*
G. W. KING, *Research Adviser*

International Department

J. E. H. CONDER, *Chief*
R. F. S. JARRETT, *Chief, Foreign Exchange Operations*

Department of Banking Operations

R. E. A. ROBERTSON, *Chief*
S. V. SUGGETT, *Adviser, Currency Research*

Public Debt Department

J. M. ANDREWS, *Chief*
J. M. MCCORMACK, *Deputy Chief*

Secretary's Department

J. S. ROBERTS, *Secretary*
S. L. HARRIS, *Deputy Secretary*

Computer Services Department

EDITH M. WHYTE, *Chief*
G. M. PIKE, *Deputy Chief*

Department of Personnel Administration

R. L. FLETT, *Chief*
H. A. D. SCOTT, *Personnel Adviser*

Department of Administrative Services

R. H. OSBORNE, *Chief*
K. W. KAINE, *Deputy Chief*

Comptroller's Department

A. C. LAMB, *Comptroller and Chief Accountant*

Audit Department

J. M. E. MORIN, *Auditor*
M. MUZYKA, *Deputy Auditor*

Regional Representatives and Agencies

Securities Department

TORONTO J. T. BAXTER, *Chief, Toronto Division*
MONTREAL J. CLÉMENT, *Chief, Montreal Division*
VANCOUVER P. E. DEMERSE, *Representative*
EDMONTON A. G. KEITH, *Representative*

International Department

TORONTO D. R. STEPHENSON, *Foreign Exchange Adviser*
MONTREAL G. HOOJA, *Foreign Exchange Officer*

Department of Banking Operations

HALIFAX R. E. BURGESS, *Agent*
SAINT JOHN, N.B. J. HUGHES, *Agent*
MONTREAL R. MARCOTTE, *Agent*
R. DUPONT, *Assistant Agent*
OTTAWA G. H. SMITH, *Agent*
TORONTO P. W. KOPPE, *Agent*
K. T. MCGILL, *Assistant Agent*
WINNIPEG A. H. POTTER, *Agent*
REGINA D. G. SUGGITT, *Agent*
CALGARY H. PROWSE, *Agent*
VANCOUVER D. G. WARNER, *Agent*

Département des Valeurs

TORONTO J. T. BAXTER, Chef, Bureau de Toronto
MONTREAL J. CLEMENT, Chef, Bureau de Montréal
VANCOUVER P. E. DEMERSE, Représentant
EDMONTON A. G. KEITH, Représentant

Département des Relations internationales

TORONTO D. R. STEPHENSON, Ambassade-conseil
MONTREAL G. HOOJA, Ambassade

Département des Opérations bancaires

HALIFAX R. E. BURGESS, Agent
SAINT-JEAN (N.-B.) J. HUGHES, Agent
MONTREAL R. MARCOTTE, Agent
OTTAWA G. H. SMITH, Agent
TORONTO P. W. KOPE, Agent
K. T. MCGILL, Agent adjoint
WINNIPEG A. H. POTTER, Agent
REGINA D. G. SUGGITT, Agent
CALGARY H. PROWSE, Agent
VANCOUVER D. G. WARNER, Agent

G. K. BOUEY, Gouverneur
R. W. LAWSON, Premier sous-gouverneur
ALAIN JUBINVILLE, Sous-gouverneur
D. J. R. HUMPHREYS, Sous-gouverneur
JACQUES BUSTIÈRES, Conseiller
J. W. CROW, Conseiller
SÉRGÉ VACHON, Conseiller
*Détaché au Fonds monétaire international en qualité d'Administrateur

G. E. FREEMAN, Sous-gouverneur
*B. J. DRABBLE, Sous-gouverneur
J. N. R. WILSON, Conseiller
W. A. MCKAY, Conseiller
G. C. THIESSEN, Conseiller
J. S. ROBERTS, Secrétaire

Département des Valeurs

D. G. M. BENNETT, Chef*

F. FAURE, Sous-chef
T. E. NOËL, Conseiller en valeurs

Département des Recherches

W. R. WHITE, Chef

Département des Etudes monétaires et financières

C. FREEDMAN, Chef

Département des Relations internationales

J. E. H. CONDER, Chef

R. F. S. JARRETT, Chef de la Section des opérations sur devises

Département des Opérations bancaires

R. E. A. ROBERTSON, Chef

S. V. SUGGETT, Conseiller, Recherches sur la monnaie

Département de la Dette publique

J. M. ANDREWS, Chef

J. M. MCCORMACK, Sous-chef

Secrétariat

J. S. ROBERTS, Secrétaire

S. L. HARRIS, Sous-secrétaire

Département d'Informatique

EDITH M. WHYTE, Chef

G. M. PIKE, Sous-chef

Direction du Personnel

R. L. FLETT, Chef

H. A. D. SCOTT, Conseiller en personnel

Département des Services administratifs

R. H. OSBORNE, Chef

K. W. KAINE, Sous-chef

Département de Contrôle

A. C. LAMB, Contrôleur et Chef de la comptabilité

Département de la Vérification

J. M. E. MORIN, Vérificateur

M. MUZYKA, Sous-vérificateur

V. O'REGAN, Conseiller en valeurs
*En congé

G. K. BOUEY OTTAWA

Gouverneur

Membre du Comité de direction

R. W. LAWSON OTTAWA

Premier sous-gouverneur

Membre du Comité de direction

R. W. CAMPBELL CALGARY (ALBERTA)

W. DODGE OTTAWA (ONTARIO)

D. M. GOLDIE VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)

S. KANE WINNIPEG (MANITOBA)

S. G. LAKE RAMEA (TERRE-NEUVE)

A. A. LEBOUTHILLIER CARAQUET (NOUVEAU-BRUNSWICK)

J. W. E. MINGO, C.R. HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE)

J. H. POTTS, C.R. TORONTO (ONTARIO)

MME Y. LEFEBVRE-RICHARD MONTRÉAL (QUÉBEC)

D. A. SMITH CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)

J. A. STACK SASKATOON (SASKATCHEWAN)

Membre du Comité de direction

J. TASCHEREAU QUÉBEC (QUÉBEC)

Membre du Comité de direction

Membre d'office

G. L. REUBER OTTAWA

Sous-ministre des Finances

Membre du Comité de direction

Ces états financiers ont été dressés dans le cadre des conventions comptables énumérées ci-dessous.

a) Forme de présentation

La présentation de l'état de l'actif et du passif satisfait aux exigences de la Loi sur la Banque du Canada.

b) Revenus et dépenses

Les revenus et dépenses ont été comptabilisés selon la méthode d'exercice.

c) Portefeuille-titres et autres effets

Conformément aux prescriptions de la Loi sur la Banque du Canada, ces titres ont été inscrits au prix coûtant ajusté de l'amortissement de l'es-compte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces titres ont été imputés aux revenus.

d) Conversion des devises étrangères

Les éléments d'actif et de passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux du change en vigueur à la fin de l'exercice.

e) Amortissement des immobilisations

L'amortissement a été inscrit selon la méthode du solde dégressif aux taux annuels suivants:

Bâtiments	5%
Équipement	20%

BANQUE DU CANADA Etat de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1979
(avec chiffres comparatifs pour 1978)

ACTIF

Dépôts payables en devises étrangères:

Livres sterling et dollars des Etats-Unis d'Amérique.....

Autres devises

Avances aux banques à charte et banques d'épargne

Effets achetés sur le marché libre,

bons du Trésor exceptés, à la valeur amortie

Portefeuille-titres, à la valeur amortie:

Bons du Trésor du Canada

Autres titres émis ou garantis par le Canada,

échéances dans les trois ans

Autres titres émis ou garantis par le Canada,

échéances à plus de trois ans

Debtures émises par la Banque d'expansion industrielle .

Titres émis par le Royaume-Uni et par les

Etats-Unis d'Amérique

Autres titres

Immobilisations:

Terrains, bâtiments et équipement, au prix coûtant,

moins amortissement accumulé

Chèques tirés sur autres banques

Intérêts courus sur placements

Solde des recouvrements et des paiements pour le

Gouvernement du Canada, en cours de règlement

Autres éléments d'actif

1979	1978
\$ 229 273	\$ 213 124
1 705	1 236
230 978	214 360
116 900	
	21 606
4 239 985	3 489 436
3 768 421	3 362 414
5 542 889	5 071 828
344 283	515 660
824 723	1 053 000
2 633	2 633
14 722 934	13 494 971
76 567	75 395
384 591	903 908
206 782	193 546
6 994	197 946
\$15 745 746	\$15 105 642

ÉTAT DES REVENUS ET DÉPENSES

Exercice clos le 31 décembre 1979
(avec chiffres comparatifs pour 1978)

	1979	1978
(en milliers de dollars)		
REVENUS		
Revenus du portefeuille-titres et autres revenus après déduction des intérêts de \$2 975 (\$3 965 en 1978) payés sur les dépôts . . .	\$1 161 133	\$989 493

DÉPENSES		
Traitements (incluant les heures supplémentaires) ⁽¹⁾	28 390	\$ 24 823
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ⁽¹⁾	4 647	3 090
Autres frais de personnel ⁽²⁾	1 606	1 261
Honoraires des administrateurs	47	43
Honoraires et frais des vérificateurs	200	173
Impôts municipaux et taxes d'affaires	4 472	4 093
Coût des billets de banque	18 685	15 243
Informatique	3 013	2 619
Entretien des immeubles et de l'équipement - montant net ⁽³⁾	6 231	4 910
Impression des publications	470	568
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	1 400	1 099
Postes et messageries	826	666
Télécommunications	938	883
Déplacements et mutations	977	860
Autres dépenses	594	561
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	4 704	3 570
REVENU NET VERSE AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	1 083 933	925 031
	\$1 161 133	\$989 493

(1) Traitements et contributions aux régimes de retraite et d'assurance des employés autres que ceux affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-hommes utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 1 883 en 1979 et de 1 782 en 1978.
 (2) Comprend les frais de fonctionnement des catédras, les gratifications de départ à la retraite ainsi que les dépenses au titre de la formation professionnelle et des services médicaux.
 (3) Frais d'entretien des immeubles (coûts en personnel compris), déduction faite des loyers perçus.
 La classification de certaines dépenses de l'exercice 1978 a été modifiée pour se conformer à la présentation adoptée pour 1979.

Date en 1979	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance En millions de dollars, valeur nominale	Livraisons	Remboursements
14 mars	F.S. 500 millions de billets 3% échéance	6 ans	3,00	351	
20 mars	F.S. 300 millions 14 mars 1985 ⁽²¹⁾ échéance	6 ans	3,00	351	
27 mars	d'obligations 3½% échéance 20 mars 1989 ⁽²¹⁾ Yen 30 milliards	10 ans	3,72	208	
15 avril	27 mars 1984 ⁽²²⁾ 6,4% échéance d'obligations	5 ans	6,49	169	
15 oct.	Ensemble des titres			728	2

* Comprend les bons du Trésor à 3 mois, à 6 mois et à un an.

(1) Échéance d'obligations 8¼% émises le 1^{er} décembre 1976.(2) En plus des 125 millions d'obligations 9¾% 1^{er} février 1982 déjà en circulation.(3) En plus des 220 millions d'obligations 9¾% 1^{er} février 1982 déjà en circulation.(4) En plus des 25 millions d'obligations 10% 1^{er} juin 1984 déjà en circulation.(5) En plus des 500 millions d'obligations 10¼% 1^{er} février 2004 déjà en circulation.

(6) 300 millions d'obligations vendues directement à la Banque du Canada le 21 mars 1979. En plus des 1 300 millions

(7) d'obligations 10¼% 1^{er} février 2004 déjà en circulation.(8) Échéance d'obligations 7% émises le 1^{er} avril 1974.(9) Échéance d'obligations 6½% émises les 1^{er} juin 1971, 15 décembre 1972 et 1^{er} février 1973.(10) En plus des 275 millions d'obligations 9¾% 1^{er} février 1982 déjà en circulation.(11) En plus des 850 millions d'obligations 10% 1^{er} mai 2002 déjà en circulation.(12) En plus des 375 millions d'obligations 9¾% 1^{er} février 1982 déjà en circulation.(13) En plus des 600 millions d'obligations 9¾% 1^{er} février 1984 déjà en circulation.(14) En plus des 1 350 millions d'obligations 10% 1^{er} mai 2002 déjà en circulation.(15) En plus des 600 millions d'obligations 10% 1^{er} juin 1984 déjà en circulation.(16) En plus des 1 600 millions d'obligations 10¼% 1^{er} février 2004 déjà en circulation.(17) Échéance d'obligations 3½% émises le 1^{er} octobre 1954.(18) Échéance d'obligations 7½% émises les 1^{er} juillet 1975 et 15 août 1975.

(19) Échéance d'obligations 5¾% émises le 15 décembre 1971.

(20) Annulation de titres garantis détenus par le Fonds de rachat.

(21) Non compris les 700 millions d'obligations en francs suisses à 3 ans 2½% livrées le 8 mars 1979; le produit de cet emprunt a été

(22) de 493 millions de dollars.

(23) Non compris le crédit consorcial de 35 milliards de yen japonais consenti pour 20 ans au taux fixe de 7,5% le 19 février 1979, le

(24) produit de cet emprunt a été de 199 millions de dollars.

(25) Non compris le crédit consorcial de 35 milliards de yen japonais consenti pour 10 ans au taux fixe de 7,1% le 19 février 1979, le

(26) produit de cet emprunt a été de 199 millions de dollars.

(27) Rachat partiel à la valeur nominale des obligations en dollars E.-U. 5% 15 octobre 1987 effectué par le Fonds d'amortissement.

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien* : émissions et remboursements

ANNEXE TABLEAU IV

Date	Désignation	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Remboursement
------	-------------	----------	------------------------	---	---------------

Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement

1 ^{er} févr.	8 1/4% 1 ^{er} févr. 1979	3 ans	10,20	75 (2)	100 (1)
	10% 1 ^{er} juin 1984	5 ans 4 mois	10,18	225	
	10 3/4% 1 ^{er} févr. 2004	25 ans	10,31	500	
15 mars	9 3/4% 1 ^{er} févr. 1982	2 ans 10 1/2 mois	9,99	800	
	10% 1 ^{er} juin 1984	5 ans 2 1/2 mois	10,06	75 (3)	
	10 3/4% 1 ^{er} févr. 2004	24 ans 10 1/2 mois	10,30	375 (4)	
21 mars	10 1/4% 1 ^{er} févr. 2004	24 ans 10 1/2 mois	10,26	800 (5)	
1 ^{er} avril	7% 1 ^{er} avril 1979	23 ans	10,11	1 250	
1 ^{er} mai	10% 1 ^{er} mai 2002			300 (6)	
1 ^{er} juin	6 1/2% 1 ^{er} juin 1979			850	
	9 3/4% 1 ^{er} févr. 1982	2 ans 8 mois	9,80		325 (7)
	9 3/4% 1 ^{er} févr. 1984	4 ans 8 mois	9,88		
	10% 1 ^{er} mai 2002	22 ans 11 mois	10,08	100 (9)	
15 juill.	9 3/4% 1 ^{er} févr. 1982	2 ans 6 1/2 mois	9,81	500 (11)	
	9 3/4% 1 ^{er} févr. 1984	4 ans 6 1/2 mois	9,89	950	
	10% 1 ^{er} mai 2002	22 ans 9 1/2 mois	10,05	400 (12)	
15 août	10% 1 ^{er} juin 1984	4 ans 9 1/2 mois	10,13	500 (14)	
	10% 1 ^{er} oct. 1989	10 ans 1 1/2 mois	10,16	1 000	
	10 3/4% 1 ^{er} févr. 2004	24 ans 5 1/2 mois	10,28	200	
1 ^{er} oct.	3 1/4% 1 ^{er} oct. 1979			600 (16)	
	7 1/2% 1 ^{er} oct. 1979			1 000	
	10 3/4% 1 ^{er} oct. 1982	3 ans 1/2 mois	10,85	200	
	10 1/2% 1 ^{er} oct. 1984	5 ans	10,63	300	
	10 1/2% 1 ^{er} oct. 1989	10 ans	10,54	600	
	10 1/2% 1 ^{er} oct. 2004	25 ans	10,50	1 300	
15 déc.	5 3/4% 15 déc. 1979				
	11 3/4% 15 déc. 1982	3 ans	12,16	275	
	11 1/2% 15 déc. 1984	5 ans	11,77	350	
	11 1/4% 15 déc. 1989	10 ans	11,46	125	
	11 1/4% 15 déc. 2002	23 ans	11,44	750	
29 déc.				1 500	
	Ensemble des obligations			8 950	
	TTrésor*			41 705	
				39 580	

343 (17)
624 (18)
225 (19)

5 (20)

2 207

Réserves-encaisse excédentaires	Montant cumulé des excédents pour la période	Coefficient moyen		Encours des avances aux banques à charte et des pensions		
		des réserves excédentaires	Nombre de jours	Pensions	Avances	Pensions
624	,062	2	7	1,0	83,1	121,3
610	,050	1	11	3,3	102,8	154,8
309	,028	1	8	3,6	188,7	130,9
293	,032	1	7	9,1	143,3	91,1
146	,013	2	10	21,5	466	285
409	,037	1	10	12,4	326	282
466	,050	2	6	23,2	575	402
566	,050	3	8	9,6	879	594
681	,059	1	9	1,2	594	845
409	,036	2	7	1,7	672	703
326	,028	2	8	1,5	707	368
282	,026	2	8	3,8	451	845
285	,029	1	7	5,2	438	412
672	,052	2	11	3,6	438	412
594	,049	-	7	-	106,8	147,4
879	,067	-	4	-	98,7	106,4
575	,057	1	2	0,0	106,8	147,4
402	,036	2	3	12,5	106,8	147,4
707	,063	2	7	8,6	106,8	147,4
1 302	,097	-	6	-	106,8	147,4
703	,062	-	4	-	106,8	147,4
368	,030	1	6	14,5	106,8	147,4
451	,039	2	8	10,3	106,8	147,4
845	,082	1	5	13,0	106,8	147,4
438	,037	2	8	17,8	106,8	147,4
412	,029	1	11	0,4	106,8	147,4
603	,046	1	9	0,4	106,8	147,4

Réserves-encaisse des banques à charte

En millions de dollars, sauf indication contraire

Montant minimum requis:	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables de la période
-------------------------------	--	--	--	---

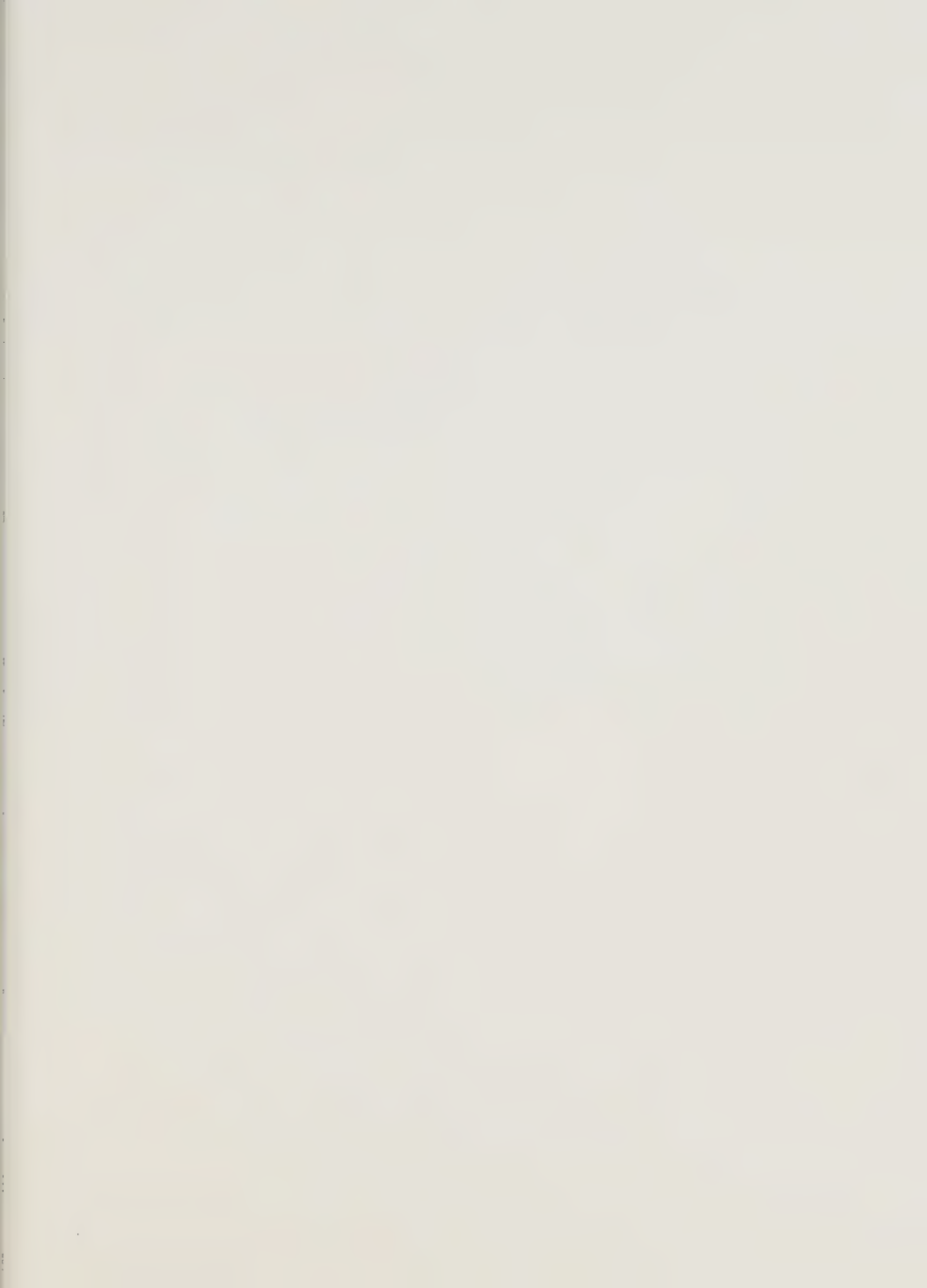
1979	Janvier	1-15	5 817	1 305	4 513	4 575	10
		16-31				4 563	12
	Février	1-15	5 792	1 503	4 289	4 317	11
		16-28				4 321	11
	Mars	1-15	5 735	1 269	4 466	4 479	11
		16-31				4 503	11
	Avril	1-15	5 844	1 266	4 578	4 630	9
		16-30				4 630	11
	Mai	1-15	5 777	1 259	4 518	4 579	11
		16-31				4 555	11
	Juin	1-15	5 793	1 325	4 468	4 497	11
		16-30				4 495	10
	Juillet	1-15	5 837	1 341	4 496	4 527	9
		16-31				4 552	12
	Août	1-15	5 937	1 408	4 530	4 584	11
		16-31				4 603	12
	Septembre	1-15	5 956	1 396	4 560	4 624	9
		16-30				4 601	10
	Octobre	1-15	5 991	1 403	4 588	4 659	10
		16-31				4 697	12
	Novembre	1-15	5 999	1 426	4 573	4 643	10
		16-30				4 606	10
	Décembre*	1-15	6 003	1 427	4 576	4 621	10
		16-31				4 670	9
1980	Janvier*	1-15	6 127	1 451	4 676	4 720	10
		16-31				4 710	12
	Février*	1-15	6 198	1 689	4 509	4 563	11

* Chiffres provisoires.

(1) Pour obtenir les chiffres de ces deux colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques et des prises en pension effectuées avec les négociants du marché monétaire au cours de chaque période par le nombre de jours ouvrables compris dans la période.

Evolution des éléments du bilan de la Banque du Canada
Variations mensuelles - En millions de dollars

	Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs en monnaies étrangères	Titres de la Banque d'expansion industrielle net)	Autres éléments de l'actif	Billets en circulation à charte Banques Gouvernement Autres Passif-dépôts en dollars canadiens
1979					
Janvier	+ 53	- 414	- 41	- 187	- 809
Février	- 553	+ 377	-	+ 6	- 22
Mars	+ 1 207	- 1 024	-	+ 61	- 71
Avril	- 603	+ 1 061	- 38	- 159	+ 227
Mai	+ 290	- 262	-	+ 32	+ 242
Juin	- 281	+ 144	-	+ 498	+ 319
Juillet	+ 1 378	- 615	- 42	- 522	+ 123
Août	+ 76	- 331	-	+ 99	- 64
Septembre	- 467	+ 369	-	+ 254	- 86
Octobre	+ 510	- 91	- 50	- 432	+ 153
Novembre	- 1 379	+ 776	-	+ 937	- 103
Décembre	+ 1 397	- 217	-	- 585	+ 866
Total	+ 1 628	- 227	- 171	+ 2	+ 775
1980					
Janvier	- 431	- 516	- 42	+ 73	- 931
					+ 47
					- 12
					- 20



Tableaux en annexe

lars E.-U. au débit de la ligne de crédit des ban-
ques canadiennes. En novembre, 200 millions
ont été remboursés à ces dernières, et les 300
millions restants ont été liquidés en janvier
1980.

La quantité d'or détenue dans les réserves du
Canada n'a pas beaucoup varié en 1979. Les
ventes faites à la Monnaie royale canadienne
en vue de la production de pièces de monnaie
commémoratives canadiennes et du Programme
de la feuille d'érable en or ont été plus que
compensées par les achats effectués au Fonds
monétaire international dans le cadre du pro-
gramme de rétrocession d'or de cet organisme.

A la fin de 1979, les réserves officielles com-
prenaient notamment 22,2 millions d'onces d'or
fin évalué à 35 droits de tirage spéciaux (DTS)
l'once (ou \$E.-U. 46,11 au taux du moment),
soit un montant de 1 022,6 millions de dol-
lars E.-U. En janvier 1980, la vente de 252 mille
onces d'or fin a rapporté 174,0 millions de
dollars E.-U.

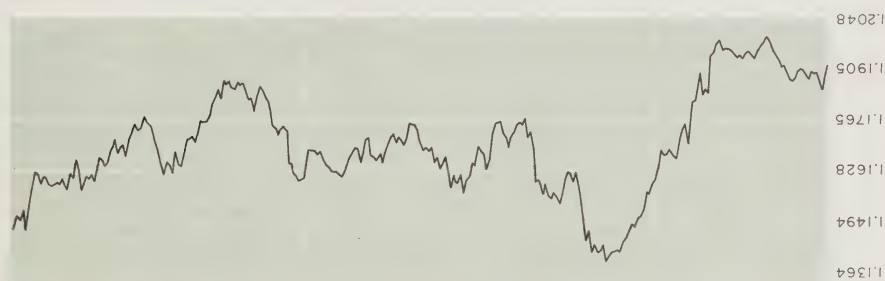
Les réserves de liquidités internationales du
Canada (y compris l'or évalué à 35 DTS l'once)
s'élevaient à 4 566,2 millions de dollars E.-U.
à la fin de 1978, à 3 886,9 millions à la fin
de 1979 et à 4 065,9 millions à la fin de janvier
1980.

Taux de change

Cours de clôture du comptant, données journalières

\$E.-U. en \$Can.

\$Can. en \$E.-U.

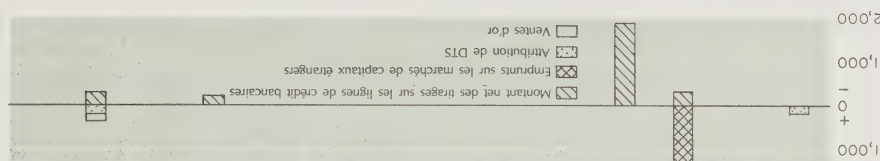


Variation des réserves officielles

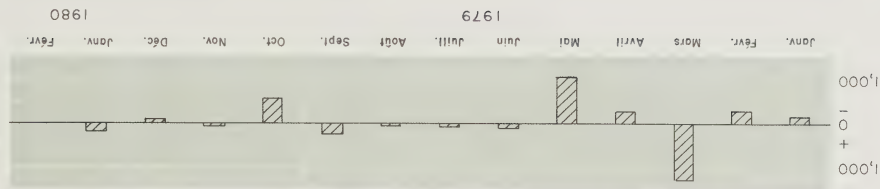
Millions de dollars E.-U., données mensuelles

A l'exclusion des opérations officielles de financement extérieur, du produit des ventes d'or et des effets comblables de la variation des cours⁽¹⁾

Financement en monnaies étrangères obtenu par le gouvernement, attribution de DTS et ventes d'or

⁽¹⁾ La valeur en dollars E.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le taux de change du dollar E.-U. faiblit par rapport au DTS et elle diminue dans le cas contraire

Variation nette de l'ensemble des réserves



Les données du taux de change vont jusqu'au 27 février 1980, celles des réserves officielles au mois de janvier 1980.

obligations négociables, en particulier son portefeuille de titres à long terme.

Les opérations de change

Le taux de change du dollar canadien a été pendant presque toute l'année 1979 beaucoup plus stable qu'au cours des années précédentes. De plus, après avoir baissé pendant plus de deux ans par rapport au dollar E.-U., le cours de notre devise s'est légèrement renforcé pendant l'année. Au début de 1979, il a fléchi jusqu'à \$E.-U. 0,8320; il s'est redressé fortement en mars et avril pour atteindre \$E.-U. 0,8778, puis s'est stabilisé entre \$E.-U. 0,85 et 0,86 pendant l'été. En octobre il est retombé aux alentours de \$E.-U. 0,84 puis il est remonté à \$E.-U. 0,8572 à la fin de l'année. Au 27 février 1980, le dollar canadien se traitait à \$E.-U. 0,8714.

Cette année encore, les opérations officielles de change effectuées par la Banque du Canada - en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du ministre des Finances - ont visé à atténuer les mouvements du taux de change dans un sens ou dans l'autre. Elles ont donné lieu à des ventes et à des achats importants de devises étrangères, qui se sont reflétés sur le niveau des réserves officielles du pays.

A plusieurs reprises, les opérations liées à l'obtention et au remboursement des emprunts en devises étrangères ont aussi grandement contribué aux variations des réserves officielles du Canada. En mars 1979, le produit net des emprunts à moyen et à long terme contractés sur les marchés suisse et japonais - 880 et 484 millions de dollars E.-U. respectivement - est venu s'ajouter aux réserves. Par contre, en mars et en avril le gouvernement a remboursé aux banques 2,2 milliards de dollars E.-U. qu'il avait empruntés en vertu des deux lignes de crédit renouvelables. Ainsi, à la fin d'avril 1979, tous les tirages sur la ligne de crédit des banques étrangères avaient été remboursés et il ne restait qu'un solde de 500 millions de dol-

répartis comme suit: 700 millions sous forme d'un emprunt bancaire à 3 ans consenti au taux de 27/8%; 500 millions sous forme de billets à 3% placés pour 6 ans à titre privé et non remboursables par anticipation et enfin, 300 millions sous forme d'une émission d'obligations négociables à 10 ans placées dans le public et portant un intérêt de 35/8%.

Le tableau suivant présente un résumé des variations de l'encours de la dette du gouvernement en 1979. Bien que le public ait diminué ses avoirs en obligations d'épargne du Canada, il a considérablement augmenté ses avoirs en

Résumé des variations de l'encours des titres du gouvernement canadien en 1979

En milliards de dollars (valeur nominale)

Bons du Trésor	+2,1
Obligations d'épargne du Canada	-1,3
Obligations négociables*	+7,5
Banque du Canada	+8,3
Bons du Trésor	+0,8
Obligations négociables	+0,9
Banques à charte	+1,7
Bons du Trésor	+1,2
Obligations négociables	-0,9
Comptes du gouvernement	+0,3
Bons du Trésor	-0,2
Obligations négociables	-0,1
Public	-0,3
Obligations d'épargne du Canada	-1,3
Bons du Trésor	+0,3
Obligations négociables	+7,6
(dont: titres à long terme)	(+4,3)
Bons du Trésor	+6,6

* Y compris une augmentation de 0,7 milliard de dollars des titres libellés en monnaies étrangères.

secteur bancaire s'est élevé de 174 millions de dollars en 1979 pour s'établir à 4,2 milliards de dollars en fin de période.

Abstraction faite des obligations d'épargne, l'encours - à la valeur nominale - des obligations libellées en dollars canadiens émises ou garanties par le gouvernement s'est accru de 6,7 milliards de dollars en 1979. Comme l'indique le Tableau IV de l'Annexe, le gouvernement a lancé huit émissions d'obligations de ce type au cours de l'année, dont quatre ont servi en partie à rembourser des montants importants de titres arrivés à échéance. A l'exception d'une seule, ces émissions comportaient une tranche d'obligations à court terme, une tranche d'obligations à moyen terme et une autre à long terme; de plus, deux d'entre elles comportaient une quatrième tranche d'obligations à 10 ans. Du montant total des obligations émises en 1979, 7% étaient des titres à court terme (3 ans ou moins), 27% des titres à moyen terme (plus de 3 ans, mais moins de 10 ans) et les 66% restants étaient des titres à long terme. En conséquence, l'échéance moyenne de l'ensemble des obligations en dollars canadiens émises ou garanties par le gouvernement a été de nouveau prolongée, cette fois de 22 mois. Elle est maintenant de 10 ans. Outre les émissions publiques de 300 millions de dollars d'obligations à long terme a été vendue directement à la Banque du Canada le 21 mars pour faciliter les ventes d'obligations que celle-ci effectuait dans le cadre de ses opérations d'open-market.

Les modalités de l'émission 1979-1980 d'obligations d'épargne du Canada, annoncées le 12 septembre, stipulaient que le taux de rendement serait de 10 1/4% chaque année, jusqu'à l'échéance dans 7 ans. Comme il a été mentionné précédemment, les taux d'intérêt aux Etats-Unis et au Canada se sont élevés rapidement et le taux de rendement de la nouvelle émission a été majoré à deux reprises. Le 18 octobre, le taux d'intérêt a été porté à 11%

pour la première année et à 10 1/2% pour chacune des années restantes. Le 5 novembre, le taux d'intérêt a été de nouveau relevé pour la première année et porté à 12%, mais celui des six autres années est resté à 10 1/2%. Les nouveaux taux s'appliquaient aussi aux onze émissions déjà en circulation. En ce qui concerne les émissions antérieures au 1^{er} novembre 1977 le taux de rendement a été augmenté par l'institution de bonis payables à l'échéance des obligations. La campagne s'est soldée par des ventes brutes de 4,9 milliards de dollars au dernier trimestre de 1979 et, compte tenu des remboursements, l'encours des obligations d'épargne du Canada a augmenté de 0,5 milliard pendant cette période. Sur l'ensemble de l'année cependant, l'encours a baissé de 1,3 milliard de dollars, et le pourcentage de l'ensemble des titres en circulation du gouvernement représenté par les obligations d'épargne est tombé de 33% à 27%.

En plus des opérations de financement qu'elle a effectuées au Canada en 1979, la Banque du Canada a également prêté son concours au gouvernement à l'occasion de deux opérations de financement conclues sur les marchés de capitaux étrangers. Ces opérations comportaient des émissions de titres négociables, qui ont rapporté un montant net en devises étrangères équivalant à 605 millions de dollars E.-U., et des emprunts bancaires à taux fixe, dont le produit net en devises étrangères a été de 759 millions de dollars E.-U. Ces opérations de financement ont été achevées au premier trimestre de l'année. Le premier emprunt, contracté au Japon, était d'un montant total de 100 milliards de yen, répartis comme suit: 30 milliards sous forme d'obligations à 5 ans; 35 milliards sous forme d'un crédit consorcial à 10 ans consenti au taux de 7,1% et enfin, 35 milliards sous forme d'un crédit consorcial à 20 ans consenti au taux de 7,5%. Le second emprunt, placé sur le marché suisse, était d'un montant total de 1 500 millions de francs suisses

montant de bons du Trésor détenus hors du se tiennent toutes les quatre semaines. Le des adjudications de bons à un an, lesquelles lars, a été obtenu de la même façon à l'occasion domadaires. Le reste, soit 625 millions de dollars et à 6 mois à l'occasion des adjudications hebdomadaires de l'encours des bons à 3 mois d'augmentation de l'encours des bons à 3 mois tant, 1,5 milliard a été obtenu par voie de 2,1 milliards de dollars en 1979. De ce montant, l'encours des bons du Trésor s'est accru de milliards des dépôts du gouvernement, lesquels se chiffraient à 2,5 milliards à la fin de l'année. finances en partie par une réduction de 4 milliards s'élevaient à 1,6 milliards de dollars, ont été besoins de trésorerie en dollars canadiens, qui Canada a baissé de 1,3 milliard de dollars. Les tandis que celui des obligations d'épargne du nadiens a augmenté de 8,9 milliards de dollars, clables du gouvernement libellés en dollars ca- des bons du Trésor et des obligations négog-

La gestion de la dette publique

En 1979, l'encours - à la valeur nominale - au Canada. marqués sur les cours du marché obligataire baisse extrêmement forte, ce qui a eu des effets des obligations aux États-Unis ont accusé une finance des investisseurs s'est effritée et les cours s'intensifiaient. Dans ces circonstances, la con- que les anticipations inflationnistes semblaient peu nombreuses et peu convaincantes, tandis sion annoncée depuis longtemps étaient encore Unis, les premières manifestations de la réces- militaire de l'URSS en Afghanistan. Aux États- détention des otages en Iran et par l'intervention cées par les pays de l'OPEP, par la longue velles hausses de prix du pétrole brut annon- dinaires, qui s'expliquent en partie par les nou- connus une nervosité et une instabilité extraor- plusieurs marchés financiers internationaux ont Vers la fin de 1979 et au début de 1980, 825 millions de dollars.

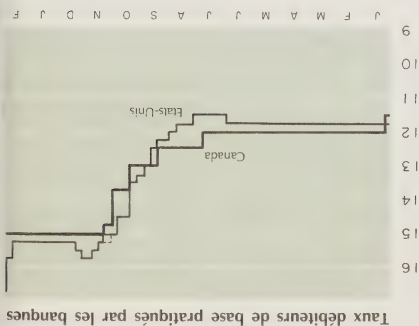
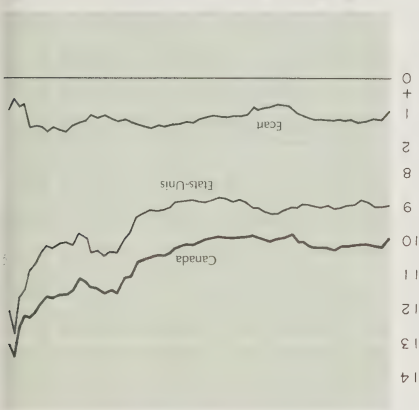
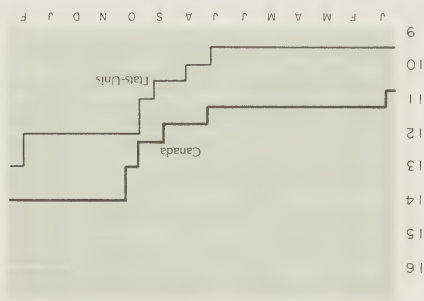
marquable de la demande d'obligations du gou- vernement canadien. À la fin du mois, ces ventes d'obligations avaient atteint environ

l'intérêt s'est traduit par un accroissement re- mouvement international de hausse des taux venbre, lorsqu'un renversement passager du nais elles se sont accrues vers la fin de no- ventes étaient relativement peu importantes, liquidités du système financier. Au début, ces absorbent une partie de l'accroissement des li- Banque a également vendu des obligations à court et à moyen terme du gouvernement pour La Banque du Trésor sur le marché. La Banque a été majorée et la Banque du Canada du Trésor offerts aux adjudications hebdoma- remédier à cette situation, le montant de bons vernement tombaient à un très bas niveau. Pour coup augmenté, tandis que les dépôts du gou- les autres établissements financiers ont beau- les banques à charte, les sociétés de fiducie et laps de temps, les dépôts du secteur privé dans la période des ventes intensives. Pendant ce que le gros des remboursements s'est fait avant des deux premières semaines de novembre, vu de plus de 1,25 milliard de dollars au cours cet encours a enregistré une baisse temporaire l'encours des obligations d'épargne. Par contre, de vente ne se soldait par une réduction de mesures ont permis d'éviter que la campagne de vente ne se solde par une réduction de culation ont été relevés à deux reprises. Ces celui de chacune des émissions déjà en cir- taux de rendement de la nouvelle émission et vente d'obligations d'épargne du Canada, le de taux d'intérêt pendant la campagne de nances publiques. En raison de l'augmentation certains autres aspects de la gestion des fi- vente d'obligations d'épargne du Canada et second semestre a compliqué la campagne de

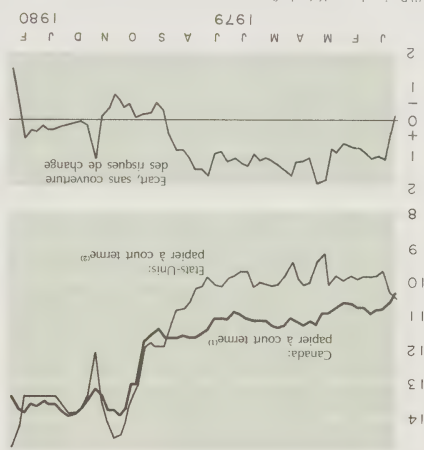
La hausse des taux d'intérêt vers la fin du les taux d'intérêt à leur nouveau palier. que ont surtout visé à stabiliser au jour le jour du taux d'escompte, les opérations de la Ban- le 25 octobre. Après chacun de ces relèvements 10 septembre, à 13% le 9 octobre et à 14% 23 juillet, puis il a été porté à 12 1/4% le d'escompte a été relevé de 11 1/4 à 11 3/4% le augmentaient d'environ 1 1/2 point. Le taux tage au Canada, tandis que ceux du long terme

Taux d'intérêt

Taux d'escompte officiels au Canada et aux États-Unis

Taux de rendement des obligations à long terme des gouvernements fédéraux⁽³²⁾⁽³²⁾ Taux de rendement théorique d'obligations à 20 ans

Taux du marché à court terme (1 mois)

⁽³³⁾ Papier placé par l'entremise de courtiers en valeurs mobilières

le montant des obligations à long terme absorbées par le marché au cours des six premiers mois de l'année s'élève à environ 2,7 milliards de dollars.

Au second semestre, la relative stabilité des taux d'intérêt observée jusqu'à aux États-Unis et au Canada a fait place à un mouvement marqué à la hausse. Du milieu de l'été au milieu de l'automne, les taux du court terme se sont élevés d'environ 3 points de pourcentage.

Les opérations de la Banque du Canada peuvent être réparties en deux grandes catégories, celles que la Banque effectue en sa qualité d'organisme responsable de la politique monétaire et celles qu'elle effectue en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien. Les opérations exécutées dans le cadre de la gestion de la dette publique et les opérations de change appartiennent à la seconde catégorie.

Les taux d'intérêt et la gestion des réserves-encaisse

En 1979, les opérations que la Banque a effectuées en vue de réaliser ses objectifs en matière de taux d'intérêt et de croissance de la masse monétaire ont à l'occasion été exécutées avec une vigueur peu commune et elles ont comporté pendant un certain temps d'importantes interventions sur le marché des obligations à long terme. On trouvera aux tableaux reproduits à la fin de cette section un relevé détaillé de ces opérations, ventilé sur une base mensuelle.

Le 4 janvier 1979, le taux d'escompte était relevé de 10¾ à 11¼%. Pendant le premier semestre de 1979, les opérations journalières de la Banque ont visé à maintenir les taux d'intérêt à court terme à des niveaux compatibles avec le taux d'escompte. Les anticipations d'une récession imminente aux États-Unis se sont parfois traduites par une forte tendance à la baisse des taux d'intérêt à long terme, et pour contrecarrer cette tendance, la Banque a vendu au marché, à même son portefeuille, des obligations à long terme du gouvernement. Au début d'avril, ces ventes avaient atteint environ 1,1 milliard de dollars, mais la Banque avait regarni son portefeuille en achetant de nouvelles obligations à long terme du gouvernement canadien au moment de leur émission et en achetant directement du gouvernement une émission spéciale de 300 millions de dollars. La gestion de la dette publique a été marquée au cours de cette période par la vente au public, au moment des émissions, de très larges portions des tranches à long terme des emprunts obligataires. Compte tenu de ces ventes,

ficative à cet égard. En 1976 et en 1977, on a assisté pendant un certain temps à une poussée du taux d'utilisation des nouveaux services permettant aux clients importants des banques d'administrer leurs affaires de façon satisfaisante tout en réduisant le rapport entre le solde de leurs dépôts en compte courant et le volume de leurs opérations. Cette innovation explique dans une large mesure pourquoi les statistiques de M1 font ressortir pour cette période un taux de croissance relativement faible, en déca du rythme réel que connaissait alors M1.

Plus récemment, la promotion active par les banques de comptes d'épargne pour lesquels particuliers reçoivent un intérêt calculé à partir du solde quotidien a amené les clients à maintenir au minimum le solde de leurs comptes de chèques. Il est encore trop tôt pour savoir dans quelle mesure la croissance de l'épargne dans de tels comptes a pour effet de ralentir la croissance des dépôts à vue et par conséquent celle de M1. Il est toutefois permis de croire pour le moment que cette innovation n'a pas eu un impact important sur M1.

De tels déplacements de fonds ou la perspective de tels déplacements diminuent l'assurance que l'on peut avoir que la relation entre M1, la dépense nationale et les taux d'intérêt est stable. Aussi ne peut-on inconsiderément utiliser M1 comme guide de la politique monétaire. Mais pourvu que l'évolution de cet agrégat soit interprétée avec prudence et à la lumière d'un

cadre bancaire donné, elle pourra vraisemblablement continuer d'être utile à l'orientation de la politique monétaire.

S'il est vrai que l'étude assidue du comportement des agrégats monétaires fait ressortir la nécessité d'user de prudence dans l'utilisation de M1, elle ne porte pas pour autant à penser que la Banque aurait avantage à situer ses objectifs de croissance monétaire dans le cadre d'un agrégat comportant plus d'éléments. Il est encore plus difficile d'obtenir à partir d'agrégats autres que M1 des renseignements utiles à la mise en œuvre de la politique monétaire parce que, dans notre système financier, l'évolution des agrégats comportant plus d'éléments risque davantage que celle de M1 d'être influencée par des facteurs autres que la croissance de la dépense nationale et les variations des taux d'intérêt. L'importance relative du chiffre d'affaires des banques, des autres institutions financières et des agents du marché des valeurs se modifie constamment et de tels changements des flux financiers peuvent parfois entraîner au niveau de l'évolution des agrégats comportant plus d'éléments que M1, des fluctuations importantes, mais sans signification pour la politique monétaire. Si les objectifs en matière de croissance monétaire étaient déterminés en fonction de l'un de ces agrégats, il serait extrêmement difficile de les ajuster de façon à faire abstraction de ces fluctuations exogènes qui se présentent de temps à autre.

importante entre l'accélération ou le ralentissement du rythme de croissance de la masse monétaire et la croissance de la dépense globale dans l'économie constitue un fait reconnu depuis longtemps. L'idée d'assigner certaines limites à l'expansion de la masse monétaire et de s'en servir comme guide dans l'application de la politique monétaire n'est donc pas nouvelle. Mais dans la pratique, avant de pouvoir tirer de l'application des règles monétaires les avantages qu'il peut en découler, il a fallu que les études sur le sujet aient progressé au point que s'en dégagent les éléments permettant de comprendre avec plus de précision le lien entre l'évolution des agrégats monétaires et celle de la dépense nationale. C'est sur la foi de tels travaux que la Banque a conclu qu'elle gagnerait à suivre de près la tendance de M1.

C'est ce que la Banque fait depuis maintenant plus de quatre ans. Le vœu de cette période amène à conclure qu'elle a eu raison de modifier son approche de la politique monétaire et que l'attribution de cibles de croissance à M1 lui a permis d'améliorer sa politique. Il reste que, comme guide de la politique monétaire, l'évolution de M1 présente certaines difficultés d'ordre pratique. La Banque du Canada est maintenant plus au fait de ces problèmes qu'elle ne l'était il y a quatre ans; l'expérience lui a confié que les variations de M1 doivent être interprétées avec beaucoup de prudence.

La valeur de M1 – ou de tout autre agrégat monétaire – comme guide de la politique monétaire dépend dans une très large mesure de la confiance que l'on peut avoir dans la stabilité à long terme des rapports qui lient M1 au taux de croissance de la dépense nominale. D'une façon générale et compte tenu des variations des taux d'intérêt, la relation entre la croissance de M1 et celle de la dépense s'est avérée assez systématique, mais cette relation n'est pas toujours aussi étroite qu'on pourrait le souhaiter. A cet égard, deux types de situation ont été observés.

Premièrement, il se produit certaines déviations fortuites, c'est-à-dire qu'on ne parvient même pas à expliquer a posteriori. De fait, la croissance de M1 subit continuellement des variations fortuites de courte durée, mais la plupart ne sont ni assez importantes ni assez durables pour présenter des difficultés au niveau de la politique monétaire. Il arrive parfois que de fluctuations de cette nature tardent à disparaître, ce qui amène la croissance de M1 à s'écarter de sa tendance fondamentale pendant quelques mois. C'est là l'une des raisons pour lesquelles les cibles de croissance de M1 continuent d'être définies en fonction d'un intervalle entre deux taux plutôt qu'en fonction d'un seul taux. La Banque a appris à ne pas attacher tellement d'importance à l'évolution de M1 sur des périodes de quelques semaines ou même de quelques mois. Ce qui importe, c'est la tendance de M1 sur des périodes beaucoup plus longues.

Deuxièmement, il se produit certaines déviations attribuables à l'innovation dans le domaine bancaire. Dans tout système bancaire les agrégats monétaires sont façonnés par l'ensemble des pratiques suivies par les institutions financières, et les modifications apportées à ces pratiques ont des répercussions sur le comportement des agrégats. Tant que les changements sont relativement mineurs et n'entraînent pas de modifications brusques d la quantité moyenne de monnaie utilisée par le public, ils ne créent aucun problème particulier au niveau de l'interprétation des statistiques de la masse monétaire; par conséquent, il est difficile de tenir compte de ces effets avec précision lorsqu'on interprète l'évolution de M1 et lorsque, de temps à autre, on ajuste les objectifs de croissance monétaire. La création relativement récente d'un nouveau type de service bancaire au Canada a été signi-

On est venue à percevoir chaque cible comme un quadrangle dont les bords se situent respectivement à 2% au-dessus et à 4% au-dessous du point médian de la cible. Les fourchettes-cibles, les rubans qui y sont associés et l'évolution de ces courbes sont illustrés au graphique ci-dessous.

Si la Banque a décidé d'accorder une attention particulière à la tendance de M1, c'est parce que, à la lumière d'études portant sur les années passées, elle a conclu que cela permettrait d'améliorer la politique monétaire. M1 a donc pris une place importante parmi le large éventail d'indicateurs économiques et financiers que la Banque étudie régulièrement afin de bien s'acquitter des mandats qui lui sont confiés.

Qu'il y ait de façon générale une relation

Dans l'élaboration de sa politique monétaire, la Banque du Canada a commencé en 1975 à accorder une importance considérable à l'évolution tendancielle de l'un des agrégats qui servent à mesurer la masse monétaire, à savoir l'ensemble de la monnaie hors banques et des dépôts à vue dans les banques à charte, communément appelé M1. C'est au second semestre de l'année que la Banque a fait savoir qu'elle viserait à maintenir la croissance de M1 à un rythme qui ne serait pas inférieur à 10%. L'an même demeurerait bien au-dessus de 15%. Depuis, la fourchette-cible a été abaissée à quatre reprises, et ses limites actuelles, annoncées en décembre 1979, sont de 5 et de 9% l'an.

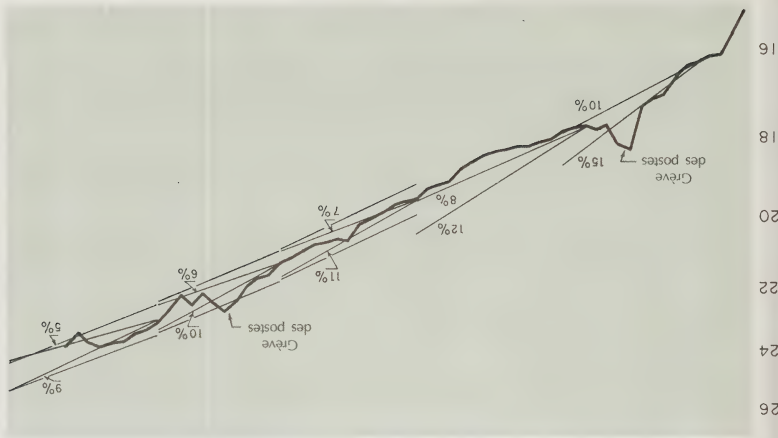
Pour des raisons d'ordre pratique, la Banque

Données désaisonnalisées

Données désaisonnalisées

Monnaie et dépôts à vue

Milliards de dollars, données mensuelles - Echelle semi-logarithmique



biens», qui constituent plus de la moitié des importations canadiennes. Cette progression des importations de biens d'équipement et de matières industrielles a limité à un niveau proche de celui de 1978 le solde, en termes réels, de notre balance commerciale, abstraction faite du blé, du pétrole, du gaz et des échanges avec les Etats-Unis de produits de l'industrie automobile. La forte augmentation de ce solde, en termes nominaux, tient principalement au fait que les prix des exportations canadiennes ont augmenté plus que ceux des importations. Cette amélioration des termes de l'échange des marchandises reflète dans une large mesure les pressions à la hausse observées sur les marchés internationaux des matières premières. Le Canada étant un exportateur net de produits manufacturés, toute hausse des cours mondiaux des matières premières par rapport au prix des produits manufacturés se traduit par une amélioration de la balance commerciale canadienne.

La balance des services a elle aussi bénéficié de l'amélioration de la position concurrentielle de l'économie canadienne. Le déficit du poste des voyages a diminué considérablement en 1979. Les dépenses des Canadiens à l'étranger ont baissé, ce qui contraste nettement avec la croissance rapide qu'elles avaient connue depuis un certain nombre d'années. De plus, les dépenses effectuées au Canada par les étrangers, en particulier par des visiteurs venus de pays autres que les Etats-Unis, ont fortement progressé pour la deuxième année consécutive. La diminution du déficit au poste des voyages n'a toutefois pas été suffisante pour compenser l'augmentation du déficit au titre des intérêts et des dividendes. Le solde déficitaire au chapitre des intérêts et des dividendes a continué de se creuser en raison surtout de l'accroissement de notre dette envers l'étranger, lequel a servi à financer les importants déficits accusés ces dernières années par la balance courante. Etant donné que la plupart des emprunts des dernières années sont libellés en devises étrangères, la dépréciation de notre devise a contribué à faire augmenter le montant en dollars canadiens des intérêts payés.

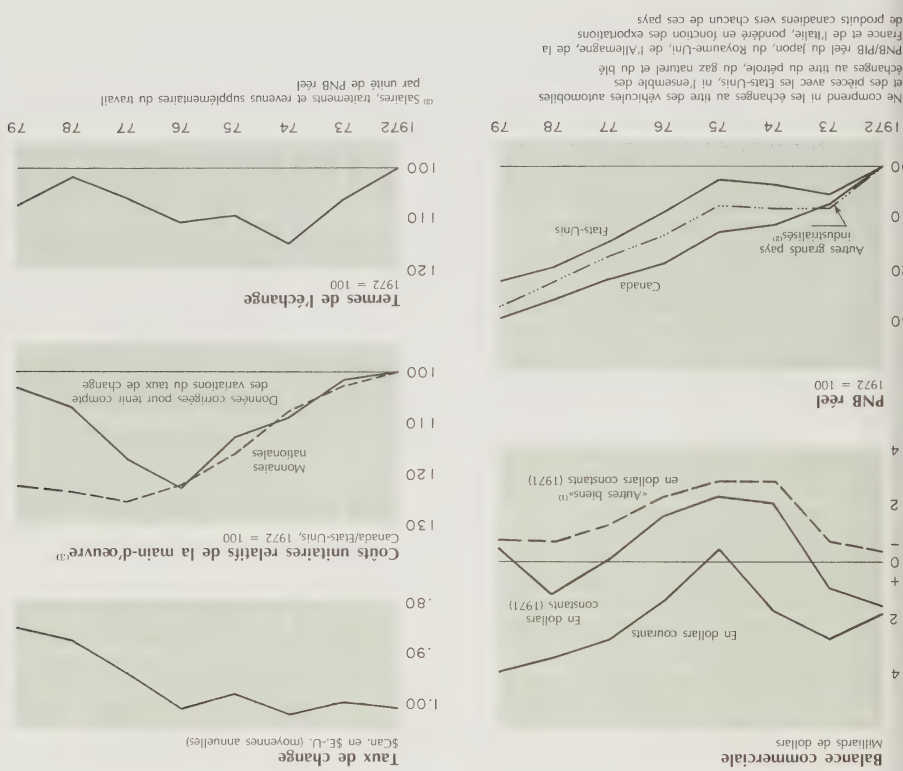
Si les entrées nettes de capitaux à long terme ont été du même ordre de grandeur en 1979 qu'en 1978, leur composition par contre s'est sensiblement modifiée. Les sorties nettes de capitaux au titre des investissements directs ont diminué considérablement par rapport au niveau record de l'année précédente, mais les entrées résultant d'emprunts du gouvernement canadien sur les marchés étrangers ont aussi diminué de façon appréciable. Le montant brut des emprunts des provinces, des municipalités et des sociétés sur les marchés obligataires étrangers, qui avait déjà chuté de façon spectaculaire par rapport au sommet atteint en 1976 n'a guère changé en 1979.

Pour la première fois depuis 1975, les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés en 1979 par une importante entrée nette. L'attitude des investisseurs à l'égard des avoirs en dollars canadiens est devenue plus positive bien que l'écart entre les taux à court terme au Canada et aux Etats-Unis n'ait jamais été très prononcé en 1979 et qu'il ait même été négatif à certains moments au second semestre 1979. S'il est vrai que le déficit marqué de la balance courante et la hausse continue des coûts et de calculs des investisseurs, il reste que, sur les marchés de change, on estimait en général que la dépréciation du dollar canadien avait rétabli la compétitivité de l'industrie canadienne. La hausse vertigineuse des prix du pétrole et l'incertitude des approvisionnements ont fait ressortir la position avantageuse dont jouit le Canada sur le plan énergétique comparativement à la plupart des autres pays industrialisés. Dans ce contexte, le cours du dollar canadien par rapport au dollar américain a été relativement stable pendant presque toute l'année et à la fin de 1979, il se situait à un niveau un peu plus élevé qu'au début de l'année.

augmenté à un rythme auquel on n'aurait pu s'attendre étant donné la conjoncture économique. Les taux élevés d'utilisation des capacités, en particulier dans les industries productrices de biens d'équipement et dans le secteur sidérurgique, ont engendré une dépendance croissante à l'endroit des importations. Les importations de biens d'équipement et de matières industrielles ont augmenté en volume de plus de 15% en 1979, comparativement à seulement 2% pour les « autres

d'utilisation des capacités de production et d'accroissement des marges bénéficiaires ont suscité une reprise marquée des investissements, ce qui à long terme devrait augmenter les chances de reconstruction des échanges en faveur du Canada. En 1978 et en 1979 cependant, l'accroissement des dépenses en outillage et en équipement a entravé l'amélioration de la balance commerciale, car un très fort pourcentage de ces biens est importé. Parallèlement, les importations de matières industrielles ont

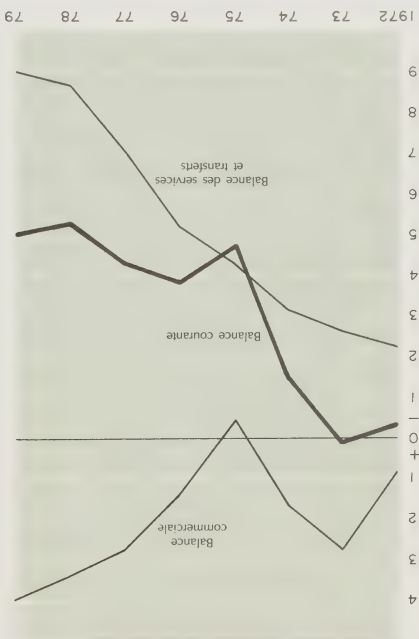
Principaux facteurs ayant des effets sur la balance commerciale



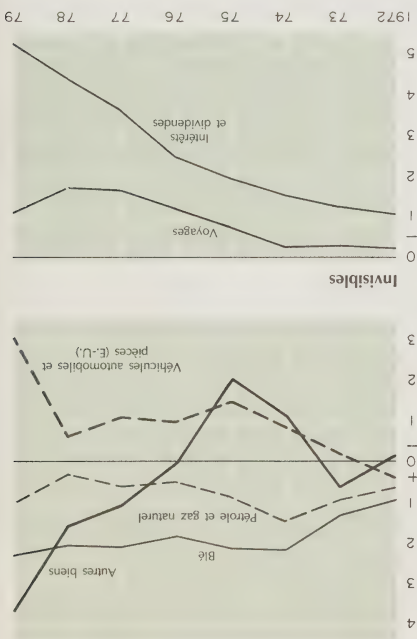
Balance des paiements courants

Milliards de dollars courants

Principaux agrégats



Composantes de la balance commerciale



Abstraction faite de nos expéditions de véhicules et de pièces automobiles vers les États-Unis et de l'ensemble de nos livraisons de blé, de pétrole et de gaz, le volume de nos exportations a progressé de plus de 10% au cours de l'année, soit à un rythme presque égal à celui de 1978 et deux fois plus élevé que celui de 1977. Cette progression reflète surtout une augmentation de 20% – tout comme en 1978 – des expéditions de produits hautement travaillés qui constituent l'une des catégories de produits d'exportation les plus sensibles aux variations de prix. Ce résultat a été atteint en dépit d'un léger ralentissement de la croissance économique aux États-Unis, principal acheteur de produits canadiens. Dans de nombreux secteurs, la position concurrentielle de l'industrie canadienne nous a fait valoir en 1979 une amélioration plus marquée de la balance commerciale en termes réels si de nombreuses entreprises n'avaient eu à limiter leur production en raison de certaines contraintes de capacité. Il est certain que les taux élevés d'utilisation des capacités atteints au Canada durant les quelque douze derniers mois traduisent en partie l'avantage que l'industrie canadienne a tiré de l'amélioration de sa position concurrentielle. Les taux élevés

Dans le domaine de la balance des paiements, l'une des grandes interrogations des dernières années a été de savoir comment la balance des paiements courants allait réagir à l'amélioration considérable qu'a connue depuis 1976 la position des entreprises canadiennes productrices de biens et de services par rapport aux fournisseurs étrangers qu'elles doivent concurrencer tant sur le marché intérieur que sur les marchés étrangers.

Depuis 1976, les coûts de production mesurés en monnaies nationales semblent avoir évolué à un rythme assez semblable au Canada et aux États-Unis, de sorte que la dépréciation import-tante de notre devise par rapport à celle des États-Unis a grandement amélioré la position concurrentielle des entreprises canadiennes vis-à-vis des entreprises américaines. La situation concurrentielle du Canada s'est améliorée en-core davantage à l'égard de celle de plusieurs autres grands pays commerçants puisque le dollar américain a lui aussi considérablement baissé comparativement aux devises de ces pays. L'impact considérable de cette amélioration de la position concurrentielle du Canada sur les marchés internationaux se manifeste dans de nombreux secteurs de notre commerce extérieur. Jusqu'à présent toutefois, l'incidence de l'amélioration de notre compétitivité sur l'ensemble de la balance courante a été largement masquée par d'autres facteurs, dont certains masqués par d'autres paiements internationaux est plus solide qu'elle ne le paraît de prime abord. Les perspectives actuelles de nos

La balance commerciale se serait améliorée encore plus en 1979 n'eût été la présence de certains facteurs de nature assez particulière. Le déficit au titre des échanges de produits de l'industrie automobile avec les États-Unis s'est accru de 2,5 milliards de dollars et s'est chiffré à 3 milliards en 1979. L'augmentation de ce déficit s'explique, d'une part, par le fait que les ventes de voitures nord-américaines ont été de la production canadienne sur certaines catégories de grosses voitures, dont la demande a été particulièrement faible aux États-Unis. De plus, le volume des exportations de blé a été fortement limité par des problèmes de transport et de manutention, encore que l'incidence de ce facteur sur les recettes d'exportation ait été plus que compensée par l'augmentation des cours du blé. Par contre, les exportations nettes de pétrole brut et de gaz naturel – autre poste de notre balance commerciale dont la tenue a été déterminée par des facteurs spéciaux – sont passées de 0,3 milliard de dollars en 1978 à 1 milliard en 1979. Le poste «Autres biens» de la balance commerciale s'est lui aussi considérablement amélioré en 1979, suivant ainsi la tendance observée depuis 1975. Le commerce de cette catégorie de produits, qui représente pour le Canada plus des deux tiers des échanges de marchandises, s'est solidé en 1979 par un excédent de 3,7 milliards de dollars, soit 2 milliards de plus qu'en 1978.

échanges au chapitre du pétrole et du gaz vien-

dynamisme de la demande a, dans l'ensemble, permis au secteur des entreprises d'accroître son marge bénéficiaire. En résumé, les pressions considérables qui se sont fait sentir en 1974 dans de nombreux secteurs de l'économie canadienne sont venues s'ajouter à l'impact de facteurs d'origine externe en plus de contribuer directement à l'inflation.

La tenue de nos prix et de nos coûts a été décevante au cours de l'expansion cyclique de derniers trimestres, mais elle n'a annulé que partiellement les progrès accomplis dans la lutte contre l'inflation sur une plus longue période soit depuis la crête de la précédente reprise économique. Tandis qu'en 1974 le taux de progression annuel de l'indice implicite de prix de la DNB avait atteint un maximum de plus de 15%, en 1979 il a été d'environ 10%. De plus, les prix à la consommation se sont accrus à un taux beaucoup moins élevé que celui de 1974. À chacune des trois reprises économiques antérieures, le taux d'inflation avait atteint un niveau record; dans cette optique, l'atténuation de l'inflation au cours de dernières années est d'autant plus significative

mauvaises conditions météorologiques qui ont entraîné une diminution de nombreuses récoltes, les produits alimentaires ont renchéri au Canada en 1978 et 1979 beaucoup plus que les autres produits. Par contre, les prix intérieurs de l'énergie ont augmenté à peu près au même rythme que l'indice des prix à la consommation.

Cependant, la récente recrudescence des pressions inflationnistes au Canada a aussi été alimentée par des facteurs internes. Comme il ressort des paragraphes précédents, l'économie a fonctionné ces quelque douze derniers mois à un rythme qui exigeait que de nombreux secteurs de l'économie tournent presque au maximum de leur capacité. Une telle conjoncture n'incitait guère les travailleurs désireux de maintenir leur niveau de vie en dépit de chocs externes sur les prix, à modérer leurs revendications salariales, de sorte que les augmentations prévues par les accords salariaux ont commencé à se répercuter à leur tour sur les coûts de production et sur les prix. L'effet de ces pressions a été aggravé par la piètre évolution de la productivité. Parallèlement, le



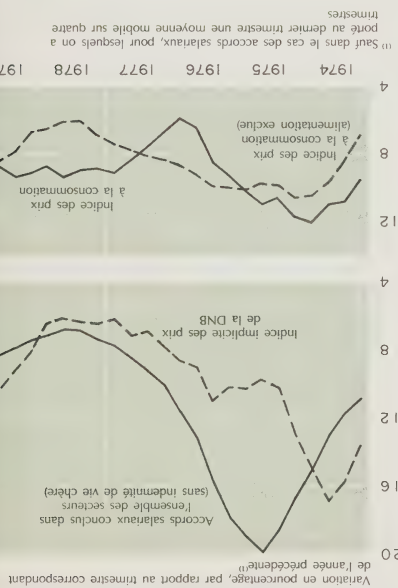
Variation en pourcentage, par rapport au trimestre correspondant de l'année antérieure

Evolution de l'inflation au cours des deux dernières décennies

L'évolution récente des prix reflète en partie l'incidence des pressions inflationnistes d'origine étrangère qui se sont transmises au Canada en l'absence d'une appréciation du taux de change du dollar canadien. Les prix des importations et des exportations canadiennes ont grimpé en flèche en 1978 et en 1979. En 1978, ce renchérissement était dû en grande partie à la baisse de 7% du taux de change du dollar canadien, mais en 1979 la pression est venue principalement de l'accroissement très rapide des prix aux États-Unis et dans les pays d'outre-mer. Cette évolution du secteur extérieur a eu sur le taux d'inflation enregistré au Canada des effets qui ont été aggravés par la tenue récente des prix des produits alimentaires en Amérique du Nord. En raison de la chute cyclique des approvisionnements en viande de bœuf et des

6½% au premier semestre de 1978, a marqué une avance d'environ 10% au second semestre de 1979. D'après l'indice des prix à la consommation, le taux d'inflation ne s'est pas rallié par rapport au niveau atteint pendant la période d'escalade des prix des produits alimentaires. De fait, la hausse des prix à la consommation, abstraction faite de l'alimentation, s'est considérablement accélérée tout au long de 1979 même si l'ajustement à la hausse des prix intérieurs de l'énergie a été relativement modeste. Par ailleurs les taux d'augmentation de salaires prévus dans les accords salariaux sans clause d'indemnité de vie chère conclus dans le secteur commercial se sont élevés aux environs de 10% au second semestre de l'année. La remontée des salaires a été moins marquée dans le secteur non commercial.

Mesures de l'inflation



(11) Sauf dans le cas des accords salariaux, pour lesquels on a porté au dernier trimestre une moyenne mobile sur quatre trimestres.

L'évolution récente de la productivité est une autre dimension de l'affaiblissement de la capacité de croissance de l'économie. La croissance de la productivité semble s'être ralentie au cours des années soixante-dix, particulièrement durant la seconde partie de la décennie. Il est difficile d'isoler les causes de ce ralentissement, qui n'a d'ailleurs pas seulement touché notre pays mais la plupart des principaux pays industrialisés. Les travaux menés au Canada sur le sujet ont permis quand même de dégager un certain nombre d'explications possibles : la diminution des ressources naturelles facilement exploitables, la faiblesse relative des investissements dans des secteurs autres que l'énergie, une obsolescence accélérée de l'outillage et de l'équipement causée par l'escalade des coûts de l'énergie depuis 1973, les changements survenus dans la composition de la population active. En tout état de cause, le caractère général et durable de ce ralentissement de la productivité permet de penser que ce phénomène n'est pas seulement de nature conjoncturelle.

Les coûts et les prix

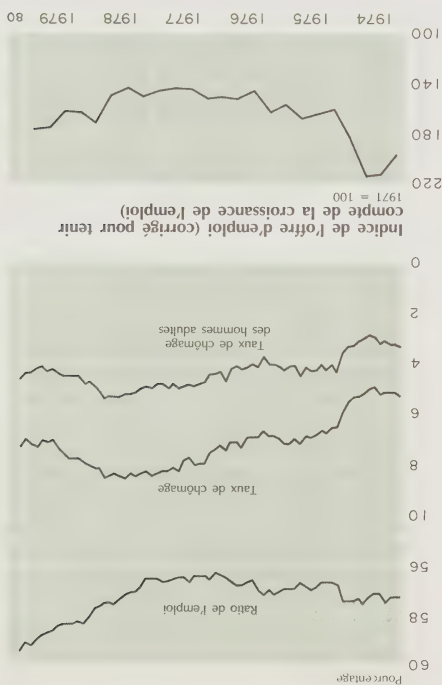
De 1974 à 1978, le taux d'inflation a diminué de façon appréciable. L'indice implicite des prix de la DNB, dont le taux d'augmentation avait dépassé les 15% en 1974, s'est accru de moins de 7% au second semestre de 1977. Durant la même période, l'indice des prix à la consommation a enregistré un ralentissement moins marqué mais néanmoins considérable, tandis que l'accroissement des salaires négociés dans le cadre des nouvelles conventions collectives s'est continuellement ralenti. Alors qu'en 1975 bon nombre de nouveaux accords salariaux sans clause d'indemnité de vie chère prévoyaient des augmentations annuelles moyennes de plus de 20%, à la fin de 1977 les hausses se situaient entre 7 et 8%. Il ne fait guère de doute que la Commission de la lutte contre l'inflation a continué pendant cette période à améliorer sensiblement cet aspect de

la tenue de l'économie, mais il est peu probable, à en juger par ce qui s'est produit au Canada – et dans d'autres pays – que pareils succès aient été obtenus si l'économie canadienne n'avait présenté à ce moment-là un cadre conjoncturel suffisamment compétitif. est intéressant de constater que le ralentissement du rythme de l'inflation observé en 1977 s'est produit en dépit d'une dépréciation considérable du dollar canadien, laquelle a eu pour effet d'augmenter directement, et de façon substantielle, les prix en dollars canadiens d'un grand nombre de produits d'importation et de produits d'exportation.

Depuis le second semestre de 1978, les signes d'une recrudescence des pressions inflationnistes s'accroissent. En effet, l'indice implicite des prix de la DNB, qui avait augmenté de

Marché du travail

Données désaisonnalisées



sur les marchés du travail se dégage de l'évolution du ratio de l'emploi, qui mesure la proportion des personnes en âge de travailler qui détiennent un emploi. Cette proportion a diminué lentement entre le milieu de 1975 et le début de 1978, mais elle s'est accrue depuis de façon spectaculaire, car les employeurs ont augmenté de beaucoup leurs effectifs. Les hausses récentes de l'indice de l'offre d'emploi, de même que les nombreux cas de pénurie de main-d'œuvre spécialisée, sont aussi symptomatiques de l'intensification des pressions subies par le marché du travail.

soixante-dix, le taux global de chômage au pays a été influencé par des facteurs liés à la démographie et aux politiques de main-d'œuvre, lesquels l'ont fait monter à un niveau qui donne une perception peu réaliste du degré de pression ou de détente que présente la conjoncture. Diverses études ont démontré l'importance de l'accroissement très rapide ces derniers temps de la portion de la main-d'œuvre active constituée de femmes adultes et de jeunes, qui en raison d'un certain manque d'expérience contribuent à la rotation plus élevée et de plus longues périodes de chômage. En ce qui concerne les politiques de main-d'œuvre, mentionnons que la révision apportée en 1971 à la Loi sur l'assurance-chômage a diminué le coût du chômage pour l'individu, ce qui a entraîné notamment les conséquences suivantes: la période moyenne consacrée à la recherche d'un emploi s'est prolongée, un plus grand nombre de personnes se sont intégrées à la population active et les employeurs se sont montrés moins disposés à retenir comme permanents des employés dont le travail est en grande partie saisonnier. Ainsi les seuls de chômage que l'économie ne peut dépasser sans que ne s'avivent les pressions inflationnistes ont maintenant beaucoup plus élevés que dans les années cinquante ou soixante. Pour faire passer le chômage de façon durable, il faudra adopter des politiques qui s'attaqueront directement à ces déséquilibres d'ordre structurel. D'autres indicateurs du marché du travail font état d'une situation qui diffère sensiblement de celle qui ressort du taux de chômage global, et qui définit d'habitude. Le taux de chômage chez les hommes adultes est monté jusqu'à 4% au milieu de 1978, mais contrairement au taux global, il est demeuré bien en-dessous du sommet atteint depuis la fin de la guerre, encore que les facteurs institutionnels men- nants précédemment aient aussi probablement contribué à le faire grimper. De plus, il est diminué considérablement en 1979. Une pression similaire de pressions croissantes

Dans un certain nombre d'industries manufacturières, les statistiques des taux d'utilisation des capacités ont indiqué en 1979 l'existence d'un certain potentiel inemployé. Dans la plupart des cas cependant, on se rend compte que le jeu de certains facteurs particuliers a rendu ces indicateurs moins utiles. Ainsi, le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie chimique a été sous-estimé en raison de l'acquisition récente de nouveaux biens d'équipement qui, sans être pleinement opérationnels, sont compris dans les calculs du stock de capital. Dans les industries de la préparation des viandes et du poisson par contre, le stock de capital était déjà en place, mais n'a pu être pleinement exploité, en raison d'une insuffisance de matières premières. En aval de l'industrie des métaux primaires, il s'est produit des problèmes d'approvisionnement en acier, ainsi, dès le deuxième trimestre de 1978, certains acheteurs canadiens d'acier ont été astreints à des quotas. Enfin et surtout, la diminution de la production par rapport aux capacités dans le secteur du matériel de transport s'explique par des modifications soudaines du profil de la demande d'automobiles. Devant l'escalade des prix déclenchée par l'OPEP et l'insécurité croissante des approvisionnements en pétrole, la demande de voitures neuves aux Etats-Unis a fléchi et s'est nettement tournée vers les petites voitures. L'industrie automobile canadienne, dont les installations sont orientées surtout vers la production de certaines catégories de grosses voitures, a été particulièrement touchée par cette modification de la demande. Sous l'effet de cette contrainte qui n'est pas mesurée par les statistiques mais qui n'en est pas moins réelle – la production a chuté. Pour l'ensemble du secteur manufacturier, matériel de transport exclu, le taux d'utilisation des capacités a été plus élevé en 1979 qu'il ne l'a été en moyenne par les années passées et il s'est en outre accru.

Parmi les autres industries productrices de biens, seul le secteur de la construction a en fait fonctionné bien en deçà de son potentiel. A première vue, le secteur énergétique semblait lui aussi fonctionner à un taux assez élevé au cours des dernières années, mais n'est rien. Comme dans l'industrie chimique une bonne partie des investissements a été consacrée à des installations d'envergure, qui dans bien des cas ne peuvent encore être pleinement exploitées. Ces investissements sont néanmoins compris dans les statistiques relatives au stock de capital, ce qui à l'heure actuelle fait passer considérablement les taux servant à mesurer l'utilisation des capacités du secteur énergétique. Quant au secteur minier, dont la production a été entravée en 1978 et en 1979 par des grèves, il a retrouvé dès le second semestre de 1979 une vigueur de plus en plus manifeste. Ce que révèle ce survol des divers secteurs de l'économie, c'est qu'en 1979 un grand nombre d'industries canadiennes productrices de biens fonctionnaient sans grande marge effective de potentiel inemployé. De façon générale, la demande a été forte, surtout dans les industries qui produisent pour l'exportation ou doivent concurrencer les importations. Dans certains cas, la production a été entravée par des goulets d'étranglement liés à une pénurie de matières premières; dans d'autres, là où il y avait une marge considérable de capacité inutilisée, telles la construction et la fabrication de grosses voitures, il n'a pas été possible d'orienter rapidement les ressources disponibles vers la production des catégories de biens pour lesquelles la demande à l'intérieur du pays et à l'étranger était vive.

Les statistiques du marché du travail donnent lieu à des difficultés d'interprétation du même ordre. Depuis déjà quelque temps, le taux global de chômage ne semble pas donner une bonne idée de l'ampleur du potentiel inutilisé ni des possibilités de croissance de la production au Canada. Le degré de pression sur le marché du travail varie considérablement d'une région à l'autre du Canada, et un grand nombre de données indiquent que, depuis le début des années

Parmi les autres industries productrices de biens, seul le secteur de la construction a en fait fonctionné bien en deçà de son potentiel. A première vue, le secteur énergétique semblait lui aussi fonctionner à un taux assez élevé au cours des dernières années, mais n'est rien. Comme dans l'industrie chimique une bonne partie des investissements a été consacrée à des installations d'envergure, qui dans bien des cas ne peuvent encore être pleinement exploitées. Ces investissements sont néanmoins compris dans les statistiques relatives au stock de capital, ce qui à l'heure actuelle fait passer considérablement les taux servant à mesurer l'utilisation des capacités du secteur énergétique. Quant au secteur minier, dont la production a été entravée en 1978 et en 1979 par des grèves, il a retrouvé dès le second semestre de 1979 une vigueur de plus en plus manifeste. Ce que révèle ce survol des divers secteurs de l'économie, c'est qu'en 1979 un grand nombre d'industries canadiennes productrices de biens fonctionnaient sans grande marge effective de potentiel inemployé. De façon générale, la demande a été forte, surtout dans les industries qui produisent pour l'exportation ou doivent concurrencer les importations. Dans certains cas, la production a été entravée par des goulets d'étranglement liés à une pénurie de matières premières; dans d'autres, là où il y avait une marge considérable de capacité inutilisée, telles la construction et la fabrication de grosses voitures, il n'a pas été possible d'orienter rapidement les ressources disponibles vers la production des catégories de biens pour lesquelles la demande à l'intérieur du pays et à l'étranger était vive.

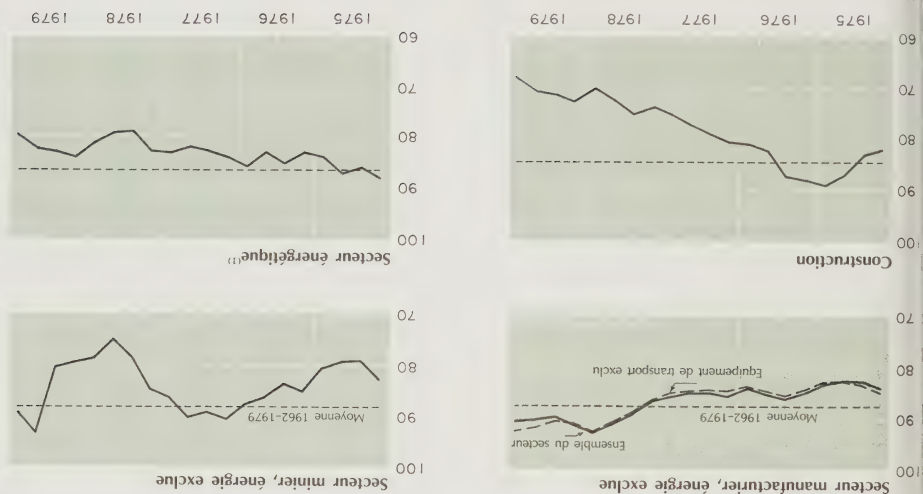
Les statistiques du marché du travail donnent lieu à des difficultés d'interprétation du même ordre. Depuis déjà quelque temps, le taux global de chômage ne semble pas donner une bonne idée de l'ampleur du potentiel inutilisé ni des possibilités de croissance de la production au Canada. Le degré de pression sur le marché du travail varie considérablement d'une région à l'autre du Canada, et un grand nombre de données indiquent que, depuis le début des années

Les contraintes de capacité

Bien que comparativement aux reprises antérieures, le taux d'accroissement de la production n'ait pas été très élevé depuis le creux cyclique de 1975, d'importants secteurs de l'économie en étaient rendus en 1979 à fonctionner à la limite de leurs capacités de production pour satisfaire efficacement la demande. Si ce fait n'est généralement pas reconnu, c'est en partie parce que certains indicateurs couramment employés pour mesurer les taux d'utilisation des capacités peuvent faiblement donner lieu à de mauvaises interprétations, en particulier lorsque des transformations importantes se produisent au niveau de la demande. Une analyse plus approfondie s'impose si l'on veut mieux comprendre la situation.

Depuis plus d'un an, on observe dans le secteur manufacturier un resserrement de la capacité excédentaire de production. Depuis le milieu de 1978, les taux d'utilisation des capacités sont restés bien supérieurs à la moyenne des dix-huit dernières années, et on constate des taux d'exploitation élevés dans un grand nombre d'industries de ce secteur. Par exemple, dans les produits alimentaires et les boissons, la bonneterie, les textiles, le papier et les produits connexes et la métallurgie, les taux d'utilisation des capacités ont atteint les niveaux records enregistrés dans le passé ou s'en sont approchés. Des sondages confirment que ces industries et beaucoup d'autres ont fréquemment dépassé les taux-seuils d'utilisation de l'équipement considérés comme soutenables.

Taux d'utilisation des capacités dans les principales industries productrices de biens
Données désaisonnalisées



(1) Comprend l'extraction du pétrole et du gaz naturel, la production et la distribution d'électricité et de gaz, la fabrication de produits pétroliers et charbonniers et le transport par pipeline

Demande, production et emploi

Données désaisonnalisées

Demande intérieure et extérieure

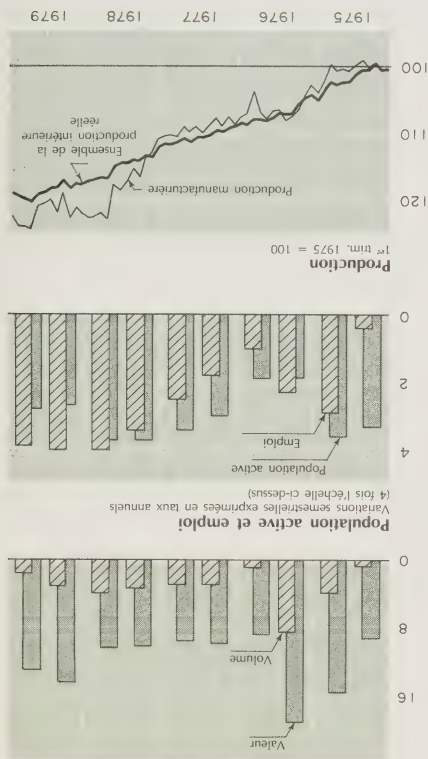
Milliards de dollars constants (1971) - échelle semi-logarithmique



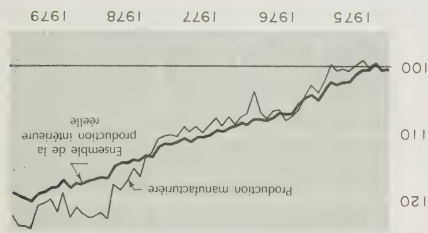
sur bon nombre d'industries à vocation exportatrice et d'industries dont la production concurrence les importations sont demeurées très fortes en 1979. Sous l'effet d'un accroissement des bénéfices combiné aux pressions qu'exerçaient les contraintes aiguës de capacité, les dépenses d'investissement des entre-

Dépense nationale brute

Variations semestrielles exprimées en taux annuels



Production

1^{er} trim. 1975 = 100

prises se sont nettement accrues au second semestre de 1978. Sur l'ensemble de l'année 1979, leur accroissement a été d'environ 10%, soit un taux beaucoup plus élevé que celui de la production globale. En 1979, la DNB réelle a augmenté en moyenne de 3% par rapport à l'année précédente.

Dépend le creux cyclique du début de 1975, la dépense nominale s'est accrue au Canada à un rythme appréciable. Toutefois, le taux de croissance de la production réelle a été en moyenne moins élevé que pendant les reprises cycliques précédentes. Certaines contraintes d'offre touchant la production et les approvisionnements, lesquelles semblent limiter maintenant la possibilité qu'a l'économie d'égaliser les taux typiques de croissance de la production atteints depuis la fin de la guerre, ont joué à ce chapitre un rôle plus grand qu'on est porté à le croire. D'importants secteurs de l'économie canadienne, en particulier ceux dont la contribution s'est améliorée par suite de la dépréciation du dollar canadien en 1977 et en 1978, fonctionnent depuis quelque temps presque à leur maximum de capacité. C'est notamment pour cette raison qu'après avoir bien engagé une lutte contre la hausse des coûts et des prix entre 1975 et le début de 1978, nous avons perdu du terrain par la suite.

a croissance de la production

La reprise de l'activité économique qui a suivi la récession de 1974-1975 a d'abord été plutôt régulière. Du milieu de 1975 au milieu de 1976, la dépense nationale brute (DNB) en dollars constants s'est en effet accrue au rythme de moins de 4%. Les pressions de la demande de moins de 4%.

a croissance de la production

La reprise de l'activité économique qui a suivi la récession de 1974-1975 a d'abord été plutôt régulière. Du milieu de 1975 au milieu de 1976, la dépense nationale brute (DNB) en dollars constants s'est en effet accrue au rythme

perdu du terrain par la suite.

Depuis le creux cyclique du début de 1975, la dépense nominale s'est accrue au Canada à un rythme appréciable. Toutefois, le taux de croissance de la production réelle a été en moyenne moins élevé que pendant les reprises cycliques précédentes. Certaines contraintes d'offre touchant la production et les approvisionnements, lesquelles semblent limiter momentanément la possibilité qu'une économie d'égaler les taux typiques de croissance de la production ait joués un rôle plus grand qu'on est porté à le croire. D'importants secteurs de l'économie canadienne, en particulier ceux dont la compétitivité s'est améliorée par suite de la dépréciation du dollar canadien en 1977 et en 1978, ont connu depuis quelque temps presque un maximum de leur capacité. C'est notamment pour cette raison qu'après avoir bien engagé la lutte contre la hausse des coûts et des prix entre 1975 et le début de 1978 nous avons

considérable ont pour effet de stimuler les investissements des entreprises dans des usines et de l'outillage. Mais si ces importants déficits budgétaires persistent lorsque l'économie ne peut guère accroître sa production, ils ont pour effet de décourager les investissements. Ces effets de freinage se manifestent de diverses manières. Par exemple, les déficits budgétaires utilisent l'épargne qui autrement pourrait être canalisée par les marchés financiers vers le financement d'immobilisations. Le déficit budgétaire peut donc entraver l'accroissement de la productivité et du revenu que rend possible la formation de capital.

Cette question du déficit budgétaire comporte aussi une dimension internationale. La balance des paiements internationaux est un relevé à deux volets: le solde de la balance courante doit être équilibré par un solde équivalent, mais de signe contraire, de la balance des capitaux. Si l'on veut réduire au Canada le déficit de la balance courante et par conséquent le recours à l'épargne d'origine étrangère, on doit se préoccuper du rythme auquel le déficit budgétaire des divers paliers de gouvernement absorbe l'épargne intérieure.

Les ressources humaines et matérielles du Canada sont immenses. Elles constituent les moyens de réaliser une prospérité durable, mais ne garantissent rien. Je suis heureux de constater que l'on admet de plus en plus que le meilleur moyen d'exploiter pleinement notre potentiel consiste à faire renaitre la confiance dans la valeur de notre monnaie et à créer la possibilité de financer avec profit des investissements importants à même l'épargne des Canadiens. Une telle approche ne produira pas immédiatement des résultats spectaculaires,

Au moment où nous mettons la dernière main à ce Rapport, les taux d'intérêt ont de nouveau augmenté considérablement aux Etats-Unis. Les espoirs de maîtriser bientôt l'inflation dans ce pays ont été assombris par des éléments nouveaux, notamment le relèvement marqué des prix du pétrole, le vif renchérissement de certains autres biens et certains événements survenus sur la scène politique internationale. Le taux de rendement des obligations a connu une augmentation importante, qui s'est propagée au Canada, si bien que les taux des titres canadiens comparables se sont élevés presque autant. Les taux d'intérêt du marché monétaire se sont accrue considérablement aux Etats-Unis, ils ont même dépassé ceux du marché canadien, qui étaient demeurés relativement stables au cours des derniers mois. Les taux de débiteurs préférentiels des banques ont grimpé jusqu'à 16¼% aux Etats-Unis, tandis qu'ils sont restés à 15% au Canada, soit le niveau qu'ils avaient atteint en octobre dernier. En février, le dollar canadien a été relativement fort sur les marchés de change grâce à des entrées de fonds apparemment attribuables en grande partie aux perspectives favorables en matière énergétique.

L'évolution récente à l'étranger montre à quel point l'économie mondiale peut être ébranlée par une intensification des pressions inflationnistes et souligne la nécessité pour le Canada de lutter avec acharnement contre l'inflation.

* * *

mais les avantages qu'elle nous procurera augmentent à la longue. C'est là le meilleur moyen de construire une économie solide au cours des années à venir.

économique et financière qui existait au Canada, à Banque a jugé qu'une nouvelle majoration de taux d'intérêt s'imposait. Étant donné

les influences qui se manifestaient au chapitre de notre balance des paiements, il semblait qu'on ne gagnerait guère à laisser se produire une situation monétaire qui engendrerait une nouvelle dépréciation importante du dollar canadien. L'inflation ayant visiblement continué à s'intensifier, de nouvelles pressions à la hausse qui s'exerceraient sur les prix et les produits par le biais d'une dépréciation du taux de change aggraveraient, au lieu de les atténuer, les problèmes économiques du Canada.

Alors que les taux à court terme sont en général un peu plus élevés au Canada qu'aux États-Unis, l'an dernier l'écart entre eux n'a pas été considérable pendant plusieurs mois et a même été négatif quelques reprises.

Les taux d'intérêt n'en ont pas moins augmenté très fortement au Canada. Une variation de ce type n'est pas souhaitable et devrait être évitée dans la mesure du possible, car elle porte un rude coup aux emprunteurs. Il est vrai aussi que les taux d'intérêt canadiens ont augmenté, mais il s'agit là de taux exprimés en termes nominaux. Pour déterminer le coût réel du crédit et le rendement réel de l'épargne, il faut ajuster ces taux d'intérêt nominaux pour tenir compte de la dépréciation que subit la monnaie à mesure que les prix augmentent. En fait, ce sont les taux d'intérêt réels, non pas les taux réels, qui sont élevés par rapport aux niveaux habituels; et s'ils sont élevés, c'est parce que le taux d'inflation l'est aussi. Au cours de la dernière décennie, les taux d'intérêt nominaux ont souvent été inférieurs au taux d'inflation de sorte qu'ils ne procuraient aucun gain réel aux épargnants. Les emprunteurs ont ainsi bénéficié d'un avantage inattendu aux dépens de ceux dont l'épargne sert à accorder des prêts. Des taux d'intérêt qui produisent un

rendement réel, comme ceux qui sont pratiqués à l'heure actuelle, sont tout à fait normaux et ils sont nécessaires pour assurer la stabilité de la valeur d'une monnaie.

Considérations sur la lutte contre l'inflation

J'ai déjà fait mention de la recrudescence de l'inflation et des anticipations inflationnistes observée au Canada en 1979. Il s'agit là d'un aspect décourageant de la conjoncture et qui, bien sûr, fait peser certaines incertitudes sur l'issue de la lutte engagée au Canada contre l'inflation. Il importe de souligner à cet égard que, malgré des revers essuyés en 1979, on décèle quelques progrès si l'on examine la situation avec un certain recul. La hausse des coûts et des prix a été beaucoup moins prononcée au Canada en 1979 qu'en 1974, année qui a marqué la fin de la dernière phase d'expansion conjoncturelle. De plus, ces progrès ont été réalisés en dépit de l'intervention de facteurs défavorables, contre lesquels les Canadiens ne pouvaient pratiquement rien. L'important ajustement à la baisse qu'a connu le taux de change du dollar canadien à partir de la fin de 1976 a été une conséquence tardive du fait que, pendant les années précédentes, le taux d'inflation avait été plus élevé au Canada qu'aux États-Unis. Cet ajustement du taux de change constituait un facteur important de la montée des coûts et des prix au Canada. Par ailleurs, l'économie a eu à s'ajuster aux tensions attribuables tant à la hausse des prix des aliments et des produits, énergétiques par rapport à ceux des autres biens et services qu'à l'incidence du vil renchérissement à l'étranger des biens que nous importons ou exportons. Il ne faudrait pas perdre de vue non plus que, la plupart du temps entre 1975 et 1979, l'économie fonctionnait à un rythme tel que la marge de manœuvre qui lui restait avant d'atteindre le niveau où les pressions inflationnistes s'intensifiaient était la plupart du temps très réduite. Ces derniers temps, la marge qui donnerait quelque assurance d'une atténuation des pressions des coûts et des prix sur

Il y avait également lieu de croire que la mentalité inflationniste – qui se caractérise par la conviction que l'inflation va s'accélérer – était en train de relâcher le frein. L'évolution de la conjoncture inflationniste dans d'autres pays, en particulier aux États-Unis, était troublante. Au fil des mois, il était devenu de plus en plus manifeste que les marchés internationaux de matières premières faisaient l'objet de pressions spéculatives croissantes, ce qui traduisait une perte de confiance très répandue dans la valeur future de la monnaie.

Les secteurs de notre commerce international qui ont pu réagir assez rapidement ont enregistré des gains notables (comme on le verra à la troisième section du Rapport) à la faveur de l'amélioration importante de notre position concurrentielle qu'ont entraînée, après 1976, la dépréciation de notre monnaie et le ralentissement du taux tendanciel de croissance de nos coûts intérieurs. Il semble aussi que les gains aient été limités dans un bon nombre de secteurs par des contraintes de capacité qui empêchaient la production de biens pour lesquels il y avait pourtant une demande tant au pays qu'à l'étranger. Dans ces circonstances, une amélioration significative de notre balance commerciale ne pouvait se réaliser sans que les entreprises canadiennes ne mettent en place les nouvelles capacités de production nécessaires.

C'est là le contexte dans lequel la Banque d'Canada a pris des mesures précises à la fin de l'été et à l'automne de 1979 pour faire augmenter les taux d'intérêt à court terme au pays. Le taux d'escompte officiel avait été majoré au tout début de 1979 et, au premier semestre, les taux d'intérêt avaient eu tendance à fluctuer autour des niveaux établis à ce moment. À partir du milieu de l'année, les taux d'intérêt ont commencé à grimper en flèche aux États-Unis sous la poussée des pressions inflationnistes internes de plus en plus fortes et par suite d'une orientation plus restrictive de la politique monétaire. À la lumière de la conjoncture

Sans sortir du cadre général de cette stratégie monétaire, la Banque continue de tenir compte dans ses opérations de tout ce qui, sur la scène économique et financière, pourrait compromettre directement la tenue des prix et des coûts intérieurs. La Banque ne croit pas qu'il y ait nécessairement une contradiction fondamentale entre l'action qu'elle mène sur ce plan et la poursuite d'un taux tendanciel de croissance de M1 compatible avec une diminution graduelle de l'inflation. Ce que la Banque a fait l'année dernière démontre qu'elle peut concilier l'attention qu'elle porte à la tendance fondamentale de M1 avec d'autres préoccupations.

Après avoir marqué le pas au début de l'année, la croissance de M1 a été vigoureuse pendant la majeure partie de 1979 malgré la hausse continue des taux d'intérêt. Cela indiquait que la dépense nominale augmentait fortement. Cette augmentation s'est accompagnée d'un accroissement prononcé des demandes de crédits du public auprès des banques et autres sources de financement et d'une accélération exceptionnelle marquée du rythme d'expansion des agrégats monétaires comportant plus d'éléments que M1.

Cette vigueur de la demande de monnaie et de crédit est allée de pair avec d'autres phénomènes dont la Banque a tenu compte dans la mise en œuvre de sa politique monétaire en 1979. Ainsi, certains indices révélaient que, dans de nombreux secteurs, l'appareil de production en était venu à fonctionner presque à la limite de ses capacités. Cette question est traitée à la section suivante du Rapport. En fait, un grand nombre d'industries canadiennes semblaient avoir presque atteint les limites de leur potentiel, bien que le taux de croissance global de l'économie eût été ces dernières années en deçà de ce qui était autrefois considéré comme les taux de croissance soutenables de l'économie canadienne. Cette situation s'est traduite sur le plan intérieur par des pressions à la hausse sur les coûts et les prix.

Le niveau de l'activité économique s'est de nouveau élevé au Canada en 1979, quatrième année consécutive de croissance de l'emploi et de la production. En effet, le nombre de Canadiens détenant un emploi a augmenté de 4% et le volume de biens et de services produits, d'environ 3%. Bien que le solde du compte courant de la balance des paiements internationaux soit demeuré largement déficitaire, certains indices encourageants donnaient à penser que l'amélioration sensible de la position concurrentielle du Canada survenue ces dernières années était en train de renforcer la situation de nos paiements internationaux. En même temps, de fortes pressions inflationnistes sont réapparues sur la scène économique canadienne, et le taux d'inflation, qui était à la baisse, s'est remis à grimper.

L'intensification des pressions sur les coûts et les prix est due en partie à des facteurs externes, notamment à la recrudescence de l'inflation aux États-Unis, où la phase d'expansion tirait à sa fin. À cet égard, l'évolution du taux de change n'a guère offert de protection contre ces pressions sur les prix venues de l'étranger, sans compter qu'une nouvelle baisse du cours de notre monnaie risquait fort d'amplifier au Canada les retombées de cette inflation d'origine étrangère. Parallèlement, on pouvait constater que les pressions de la demande intérieure donnaient une impulsion considérable à l'inflation au pays. Bon nombre des industries de biens produisaient pour ainsi dire autant que le leur permettaient l'équipement et la main-d'œuvre spécialisée dont elles disposaient et, si elles avaient été en

La politique monétaire

La politique monétaire canadienne a fait face en 1979 à un défi de taille en voulant contre la recrudescence des pressions inflationnistes. De nouveau, elle a visé à contenir la croissance de la masse monétaire conformément aux objectifs fixés par la Banque et, dans le cadre de cette orientation, à établir entre les taux d'intérêt canadiens et américains des rapports qui ne contribueraient pas à accélérer l'inflation au Canada par le biais d'une nouvelle baisse considérable du cours du dollar canadien.

Pendant les dernières années, la Banque s'est employée de façon particulière à faire baisser graduellement le taux tendanciel d'expansion monétaire au pays, consacrant surtout son attention à cette mesure de la masse monétaire qui comprend la monnaie hors banques et les dépôts à vue dans les banques à charte, en section du Rapport un commentaire sur l'utilisation par la Banque d'objectifs de croissance monétaire centrés sur M1. Bien sûr, le ralentissement graduel de la croissance de la masse monétaire ne constitue pas une fin en soi, l'objectif fondamental est de ralentir l'inflation, et ce, afin de poser les bases d'une économie stable et prospère.

Banque du Canada

Rapport du Gouverneur - 1979

5	Observations d'ordre général
5	La politique monétaire
7	Considérations sur la lutte contre l'inflation
11	La production, les capacités et l'inflation
11	La croissance de la production
13	Les contraintes de capacité
16	Les coûts et les prix
19	La balance des paiements internationaux du Canada
23	L'utilisation des objectifs monétaires
27	au cours des dernières années
27	Les opérations de la Banque du Canada
27	Les taux d'intérêt et la gestion des réserves-encaisse
29	La gestion de la dette publique
31	Les opérations de change
35	Tableaux en annexe
45	Etats financiers
49	Conseil d'administration
50	Cadres supérieurs
51	Représentants régionaux et Agences

Bank of Canada • Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 29 février 1980

L'honorable John C. Crosbie, C. P.

Ministre des Finances

Ottawa

Monseigneur le Ministre,

Conformément aux dispositions de

la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur

de vous remettre ci-joint mon rapport pour

l'année 1979 ainsi qu'un état des comptes de

la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre

dernier, signé et certifié de la façon prescrite

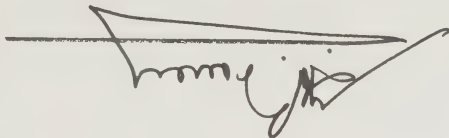
par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le

Ministre, l'expression de mes sentiments

distingués.

Le Gouverneur,





Banque du Canada
245, rue Sparks
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur
au Ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année
1979

CA1
FN73
- A55

Government
Publication

Bank of Canada

Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1980

Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

February 27th, 1981

The Hon. Allan J. MacEachen, P.C.,
Minister of Finance,
O t t a w a .

Dear Mr. MacEachen,

In accordance with
the provisions of the Bank of Canada Act
I am transmitting herewith my report for
the year 1980 and a statement of the
Bank's accounts for this period, signed
and certified in the manner prescribed in
the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read "A. B. Munro", is written over a horizontal line. The signature is stylized and cursive.

Governor

Bank of Canada

Report of the Governor – 1980

General Observations	5
The Framework for Monetary Policy	5
Monetary Policy in 1980	8
The Last Five Years	10
The Economy in Perspective	15
Developments in 1980	15
The Past Decade	16
The First Half: The Inflationary Surge	16
The Second Half: Containing and Reducing Inflation	21
Canada's Balance of International Payments	25
Financial Developments and Bank of Canada Operations	31
Short-term Interest Rates, the Exchange Rate and Monetary Policy	31
Other Financial Developments	35
Debt Management	37
Foreign Exchange Operations	38
Appendix Tables	41
Financial Statements	51
Board of Directors	55
Principal Officers	56
Regional Representatives and Agencies	57

General Observations

The conduct of monetary policy has attracted a great deal of attention in the last year or so and the reason is clear, namely, the level and volatility of interest rates during the period. There has been much discussion of the reasons for these interest rate developments and the Bank has made an unusually large number of statements explaining its policies. Because these policies involved interest rates that seemed very high they could hardly be said to be popular, at least among borrowers, but I have been encouraged by the understanding and support that they have received. At the same time I am well aware that the Bank's policies have given rise to doubts in some circles and to opposition in others. I therefore want to begin this Report with some comments on the basic facts that have to be taken into account in the consideration of monetary policy.

The Framework for Monetary Policy

The responsibility of the Bank is to discharge its Parliamentary mandate "to regulate credit and currency in the best interests of the economic life of the nation". The practical question is – what does that mean when the rate of inflation is as high as it now is?

As recently as a decade ago it was not uncommon to hear people argue that central banks had an excessive fondness for stability in the value of money, and that more willingness on

their parts to run risks on the side of inflation would have been in the best interests of the economic life of their countries. During the inflationary surge of the first half of the 1970s this argument ceased to be heard. Attention focussed on the corrosive nature of inflation both nationally and internationally – on its debilitating economic effects, its social unfairness and its political divisiveness. There emerged a virtually unanimous view that inflation had to be resisted.

The world's central banks took seriously the lesson of the first half of the 1970s, and for some years now they have been trying to contain the inflationary surge that had been released. It is, however, proving to be much harder to get the genie of inflation back into the bottle than it was to release it. In Canada and elsewhere the experience of rapidly accelerating inflation set loose a wide range of expectations and defensive reactions that have been ricocheting around the economic system and sustaining the inflationary process.

We have thus seen in Canada and in a number of other countries the pursuit of anti-inflationary policies without as yet much evidence of a reduction in the rate of inflation. This has led to the resurfacing of questions about whether the game is worth the candle, and whether it might not be better for countries to learn to live with inflation than to resist it.

It is not at all clear what people have in mind

when they talk about "learning to live with inflation".

Is it possible that they think that society could develop some way of indexing all money payments so completely that changes in the purchasing power of money would be neutralized and could therefore be ignored in the formation of public policy? The fatal weakness of this idea is that the more vigorously a country applied it the more rapidly would any inflationary impetus cause prices to accelerate. That system would be much too unstable to be workable. As a practical matter proposals to find ways of ignoring the rate of inflation cannot be taken seriously. This seems to be well recognized since nearly all of those who press for policies that would be very inflationary add a caveat that the rate of inflation must be limited by one means or another. They are usually not very specific about how this should be done.

A more plausible version of the learning-to-live-with-inflation thesis is that our society should accept the present rate of inflation, high as it may be, and should stabilize it. This, it is argued, would avoid all the difficulties involved in rolling back the present rate. But the proposal also involves the idea that any acceleration of the present rate of inflation should be effectively resisted. The question then arises – how is this to be done? It can certainly not be done by relaxing anti-inflationary policies. Only a few years ago there seemed to be some disposition in the United States to accept an inflation rate of 6 to 7 per cent per annum, and the rate there is now over 10 per cent. In Canada anti-inflationary policy has not yet succeeded in preventing a high rate of inflation, but without that policy the inflation rate would now be much higher than it is. If efforts to reduce inflation are now relaxed it will increase. There is no escape from the problem of inflation by willingness to accept a stable inflation rate. It is in fact by no means clear that it would be easier to learn to live with the present rate of inflation than to learn to live

without inflation. I think it would be harder. What credibility could there be in public policy that in principle accepted inflation? If public policy indicated a willingness to accept a 10 per cent inflation rate, who would be prepared to believe it would not under pressure accept 12 per cent, or later 14 per cent or more?

The essential point of the preceding paragraphs is that there is no escape in our society from the need to deal with inflation. The only choices we have are when and how to do it. Procrastination will only make matters worse.

This state of affairs has profound implications for the conduct of monetary policy. Inflation means a decline in the value of money, and the value of money, like that of virtually everything else, is much influenced by the supply of it. Monetary policy has to do with the supply of money, however defined. There is no way of preserving the value of money in an economy when the money supply is allowed to grow faster than the economy needs to function at price stability. Even very tough direct controls are unable to protect the value of money more than temporarily if there is too much monetary expansion. Control over the rate of monetary expansion is thus an absolutely essential element in effective anti-inflationary policy.

In a market-oriented economy there is a direct interaction between monetary expansion and interest rates. A reduction in the rate of monetary expansion will, other things being unchanged, push up short-term interest rates, and vice versa. In the longer term the relationship is different. A reduction in the rate of monetary expansion will over time lead to a lower rate of inflation than would otherwise have existed and interest rates will be lower than they would otherwise have been. But the first effect on interest rates is in the other direction. These relationships are part of the nature of Canada's economic system, so if the rate of monetary expansion is to be controlled, the interest rate consequences must be accepted.

One sometimes encounters skepticism about how an increase in interest rates arising from monetary constraint can contribute to reducing cost and price inflation. Is it not obvious, it is asked, that an increase in interest rates adds to costs and thereby puts upward pressure on the rate of inflation? This is one short-run effect but it is not the only one. The effect of an increase in interest rates on the foreign exchange rate has as immediate and pervasive an influence on Canadian costs but it is in the opposite direction. The longer run effects are also in the opposite direction. Over time higher interest rates reduce the demand for credit and the level of total spending in the economy, and this restrains the upward movement of costs and prices throughout the economy. The overall impact of rising interest rates is unquestionably anti-inflationary. Thus a policy of resisting inflation by trying to keep interest rates down through monetary expansion would have results exactly the opposite of those sought.

It is a common error to suppose that monetary policy is the sole determinant of the level of interest rates that exists at any particular time. Monetary policy involves primarily the control of the rate of monetary expansion, and a given rate of monetary expansion can be compatible with many different levels of interest rates depending on the other factors that affect interest rates. Critics of high interest rates should be clear about whether they believe that the rate of monetary expansion is too low – that is to say, that monetary policy is wrong – or whether what they really want is action outside the field of monetary policy to affect interest rates such as, for example, a change in fiscal policy, or some kind of credit rationing, or direct initiatives to reduce inflation by influencing the wage and price decisions of particular groups.

Although control over the rate of monetary expansion is an essential component of an effective anti-inflationary policy it should not be the only element. If it is left to carry the whole load it may, to be effective, have to involve

such high interest rates as to be very disruptive to the functioning of the economy. Very high interest rates have an uneven impact on the economy, affecting particularly those areas of activity that typically involve the use of large amounts of credit, as for example, house building. The slowing of inflation will be accomplished with much less economic and social strain if policies elsewhere in the economy help the process.

The basic way that anti-inflationary financial policy works in a market-type society such as we have in Canada is by moderating the demand in the markets for goods and labour, making it more difficult for prices to be increased. Market discipline was the control that we relied on during past periods of cost and price stability, and it is this control that we must rely on to restore that stability.

The main instruments of public policy to influence the level of demand in the economy are fiscal policy and monetary policy. What level of demand is consistent with a decline in the rate of inflation depends on how flexible the economy is. If prices and costs respond sensitively to changes in market conditions the reduction in inflation will proceed with little adverse impact on output and employment. To the extent, however, that markets respond insensitively – to the extent that groups in markets have and use the power to continue to push up costs and prices rapidly in the face of weakening market conditions – the reduction of inflation will require a greater easing of total demand and thus a greater impact on output and employment.

It is sometimes said that the reduction of inflation in Canada through market processes is not practical in that markets are too unresponsive because of the degree to which power to control supply and prices lies in the hands of particular businesses or of trade unions or of marketing boards or of regulatory agencies. One cannot deny that there is some such unresponsiveness and that it intensifies the prob-

lem. But the Canadian economy has operated without significant inflation in the past, and the current problem may be more manageable than it looks. For one thing, we might be agreeably surprised at how well our markets would react if they were exposed to restrained demand over a considerable period of time and were convinced that the public authorities were serious and determined in their anti-inflation policy. For another thing there probably are initiatives that could be taken to improve the responses of particular markets if the possibilities were examined by those involved. It appears that inflationary practices in particular markets are sometimes facilitated by privileges given by governments to particular groups, and these arrangements should be reviewed in the light of the present economic situation. I believe that efforts to increase the responsiveness of the Canadian economy to changes in the economic environment would much improve the prospects for high levels of employment and output in the years ahead.

One way that is sometimes proposed to improve the response of the economy to anti-inflationary policy is to impose direct controls to force less inflationary practices. Experience has shown that there are difficult problems involved in using direct controls even on a temporary basis. The only point I want to make here is that, to be effective, direct controls need to be not only well designed and well managed but strongly underpinned by anti-inflationary financial policies so that market discipline reinforces the controls. If that support is lacking the direct controls will not achieve the transition to a lower rate of inflation that they seek. They are at best a supplement to, not a substitute for, firm anti-inflationary financial policy.

Because there is no easy and comfortable way of dealing with the problem of inflation, every possible course of action can be expected to attract criticism. When monetary and fiscal policies are directed towards lowering the pressure of total spending on prices and costs there is

likely to be a period during which business earnings decline and unemployment and unused capacity rise, and one can expect to hear the familiar charge that "inflation is being fought on the backs of the unemployed". If, in an attempt to minimize the loss of potential output and employment that may be associated for a time with anti-inflationary monetary and fiscal policies, more direct intervention in the setting of prices and incomes is attempted by governments, it will be said that inflation is being fought by restricting basic freedoms to determine prices in the marketplace and wage settlements through free collective bargaining. There is no point in pretending that a painless solution is available, but the long-run interest of the Canadian economy requires that a choice in favour of anti-inflationary policies be made despite the difficulties associated with them.

That concludes my comments on the basic framework within which monetary policy must be considered. The country's economic interest requires that monetary policy be anti-inflationary, which means that control of the rate of monetary expansion must be firm and sustained and that the short-run consequences of such control on interest rates must be accepted. This is true whether or not monetary policy is supported by other anti-inflationary policies.

Monetary Policy in 1980

I shall now turn to deal more specifically with some aspects of monetary policy during 1980.

The Bank's operations during 1980 were directed towards the same broad objective as they have been for some years, namely the creation of monetary conditions that will encourage the economy to achieve growth within a framework of increasing stability in the value of money. This means that the rate of monetary expansion must over time decline to levels consistent with economic growth at reasonably stable prices. The Bank continued to be particularly interested in the movement over time of

the narrow measure of the money supply (currency and demand deposits, or M1) as a guide to that end. Its target limits for M1 growth were between 5 and 9 per cent per year from the average level of M1 in the second quarter of 1979. Within that broad framework the Bank has tried to respond to short-term developments in financial markets in whatever way seemed most likely to smooth the anti-inflationary process.

In the financial area the outstanding feature of 1980 was the extraordinary volatility of interest rates in the United States. One indicator of these rates, the prime lending rate of U.S. commercial banks, moved from 15¼ per cent at the beginning of the year to a peak of 20 per cent in April, to a low of 11 per cent in August and then to a second peak of 21½ per cent in December. In late February of 1981 it was 19 per cent. Further details on movements of U.S. interest rates appear in a later section of this Report.

Movements of this magnitude in U.S. interest rates were bound to have substantial effects on interest rates in Canada or on the foreign exchange value of the Canadian dollar or on both. The distribution of the impact between interest rates and the exchange rate depended to a considerable extent on how the Bank of Canada reacted. Since the Bank followed a course of action lying between the extremes available to it, some of the impact fell on Canadian interest rates and some on the exchange rate. The swings in Canadian short-term interest rates, while considerable, were much smaller than in the United States and the value of the Canadian dollar in U.S. funds almost always moved inversely with U.S. interest rates. The December peak reached by short-term interest rates was about 3 percentage points lower in Canada than it was in the United States and the Canadian dollar fell to a low point of U.S.\$0.8249.

For the Bank to be able to react in this way it was necessary that the interest rate at which

the Bank lends money, the so-called Bank Rate, be flexible, and so on March 13, 1980 the Bank began setting the Bank Rate each week at ¼ percentage point above the average rate established in the weekly tender for 91-day treasury bills issued by the Government of Canada. Subsequent events demonstrated that this was a timely change, and the Bank has continued to follow this practice. It is in fact difficult to see how Canada can have a Bank Rate that remains fixed for any significant period as long as interest rates in the United States are volatile. I was concerned initially that our change to a floating Bank Rate would be regarded as an effort by the Bank to escape from such responsibility as can properly be attributed to it for movements in interest rates. We therefore followed the practice of making public statements whenever the Bank Rate moved substantially. The result has been that interested observers have been unusually well informed about the nature of the Bank's reactions as the situation developed.

It is quite easy to make arguments, according to one's preference, that the Bank permitted Canadian interest rates or the exchange rate to move too much or too little in response to the fluctuations of interest rates in the United States in 1980. These arguments turn mainly on how seriously one regards the threat of inflation in Canada and how vigorously one wants to resist it.

To have sought a lesser rise of interest rates in Canada than occurred and to have thereby invited more depreciation of the exchange rate would have added to the upward pressure on costs and prices in Canada. In the inflationary atmosphere that existed the impact of exchange rate depreciation would certainly not have been limited to the automatic first-round effects on prices of internationally traded goods but would have spread rather quickly. If the Canadian economy had not been competitive internationally at the prevailing exchange rate, as was the case in 1976, exchange rate depreciation is medicine that it would have been sensible

to swallow. In 1980, however, the Canadian economy was strongly competitive internationally because of the exchange rate depreciation that occurred from late in 1976 through 1978. What has been needed since then is not more exchange rate depreciation but enough slack in domestic markets to preserve the country's restored competitiveness and to facilitate changes in the flow of trade. A later section of this Report records how these changes have proceeded quite dramatically in the last two years. To have courted significant further exchange rate depreciation in 1980 when the economy was already clearly competitive internationally, and when the real problem was to avoid intensifying upward pressures on Canadian costs of production that were already distressingly strong, would have compounded rather than eased Canada's economic problems.

→ The contrary argument is of course that, whatever the effect on inflation and hence on our longer term economic problems, production and employment in Canada would have benefited in the short run from lower interest rates and more exchange rate depreciation. In my view even a short-term benefit was questionable. Expectations and confidence play an important role in the determination of exchange rates and, if financial markets and the public generally had been given the impression that the Canadian authorities were disposed to accept an inflationary solution to their problems by allowing the foreign exchange value of the Canadian dollar to decline freely, that value would probably have dropped sharply and unpredictably in a market dominated by speculation. In that event strong measures to restore order would have become imperative, and those measures would have been more prejudicial to production and employment in Canada than anything that happened in 1980.

Those are considerations that underlay the response of the Bank to the extraordinary developments during 1980 in U.S. financial markets. That response was, I believe, both moderate

and consistent with the Bank's aim of keeping the way open for the Canadian economy to move gradually to lower rates of inflation and lower rates of interest in the years ahead. While it was a response that was not triggered by current movements of M1, it was compatible with the operating objectives of our M1 targets, namely, to moderate the rate of monetary expansion in Canada, and the trend of M1 remained within the target range during the year.

I might note in passing that many other countries experienced problems similar in kind as a result of the volatility of U.S. interest rates. For some countries the movements induced in their exchange rates with the U.S. dollar were larger than for Canada but on the other hand the proportion of their transactions denominated in U.S. dollars to the size of their economies is less than for Canada. In Canada's case that proportion is very high, mainly because of our geographic location.

The Last Five Years

I wish now to comment on the view of some people that the approach being followed in Canada to deal with inflation has not worked and will not work.

We in the Bank certainly hoped in 1975 that by 1980 the rate of inflation would be less than it turned out to be. The rate of inflation in 1980 was in fact not significantly less than in 1975. What is more disturbing, the rate of inflation in 1980 was higher than it had been in the years immediately preceding and was showing some tendency to rise further. The short-term prospects for food prices are not good, and further increases in energy prices lie ahead. Despite a general expectation of some easing in markets in 1981, expectations of continuing high inflation are strong. These expectations are contributing to and being reinforced by a rising trend in wage settlements. The problem of containing inflation in Canada has certainly not been resolved. Why is that?

Perhaps the first thing to say is that it was never realistic to suppose that the inflationary surge unleashed in Canada and elsewhere in the late 1960s and the first half of the 1970s would be contained either easily or quickly. Looking back at the economic history since World War II it is clear that it took a long time to erode public confidence in the future value of money. To restore it will require sustained efforts and much patience. In this matter five years is not a long time. This is particularly the case when, as in Canada, the approach to containing inflation has been gradualist in character. Gradualism in this matter has obvious advantages, but among its disadvantages are that adverse developments can check progress for long periods.

One development since 1975 that has been adverse from the point of view of reducing inflation is that the cost of foreign currencies in terms of Canadian dollars has risen on average by about 20 per cent. This decline in the foreign exchange value of the Canadian dollar was largely the delayed consequence of higher rates of cost and price inflation in Canada than in the United States over most of the decade which preceded it. The point that is relevant here is that the exchange rate decline caused appreciable further additions to Canadian costs and prices while it was occurring and afterwards. In view of the large size of the exchange rate change it is gratifying that these additions have not been greater than they have. That they have not seems to be due primarily to the fact that the initial impact was incurred while the 1975-78 anti-inflation program was still in force and cost and price pressures from other sources were less than they have since become.

Another development that has made a major contribution to the relatively poor performance of costs and prices in Canada in recent years is that the effective capacity of the economy to produce without overheating has grown at a much slower rate than it did earlier. One indicator of this is the recent disappearance of

the growth of over-all productivity (real GNE per person employed) as measured by the National Accounts. This development was not foreseen by economic analysts nor was it peculiar to Canada. The reasons for it are not clear, though contrary to much popular opinion it does not appear in Canada to have been due to a decline in the over-all rate of gross business investment in plant and equipment. Whatever the reasons, the effect was that the pressure of demand on supply for the economy as a whole moderated much less than appeared on the basis of previous criteria, and the market restraint on cost and price increases was thus less than it was commonly considered to be. This was particularly the case in 1979. My Report of a year ago presented the evidence that during 1979 much of Canadian industry was operating at or close to its effective capacity. The situation has been somewhat easier since then, but for a number of industries that export or that compete with imports the level of demand relative to supply was also high in 1980. In short, the demand-supply balance in the economy in the last few years has by and large not been conducive to a moderation of inflation.

The increase in petroleum prices has been another impediment to the reduction of inflation in Canada in recent years. The Canadian economy has of course been much sheltered from this development, but even so it has added appreciably to Canadian costs. I do not regard increases in the price of one commodity relative to another as a valid reason for a general acceleration of the rate of inflation because in a less inflationary environment faster-than-average increases in some prices would tend to be offset by slower-than-average increases in others. But in the inflationary environment that we have had, there is a tendency for any cost or price increase to be accepted as an adequate reason for other cost or price increases. Individual price shocks thus accelerate the inflationary process more than they other-

wise would. This is going to be a continuing problem in Canada as we catch up with the rise in world oil prices.

Throughout the last five years the Bank of Canada has been committed to bringing about a gradual reduction of the rate of monetary expansion in Canada as its contribution to the reduction of inflation. To assist it in this task the Bank has paid particular attention to M1. During the past two years M1 has grown at an average rate of about 7 per cent compared with peak rates of about 14 per cent during 1972 and 1973. Interest rates have risen quite a lot over the period, especially during the past three years. Whereas for much of the 1970s short-term interest rates were below the rate of inflation, in 1980 they were on average above it by a margin that was typical before 1970. It appears in retrospect that monetary policy would have been better if there had been a more rapid reduction of M1 growth rates during 1975 to 1977, but there is no doubt that it has been firmly anti-inflationary since then.

During the last half of the 1970s fiscal policy, as measured by the spending of the Government of Canada and the provinces, was much less expansionary than it was in the first half. The various governments have recognized that the economic situation has changed, and they have tried, and generally managed, to reduce the growth in their spending to that for the economy as a whole. The provincial governments taken together have also succeeded in reducing their fiscal deficits though there is a great disparity in their individual situations. The Government of Canada, however, has experienced a large and growing over-all deficit, and in the last few years its net borrowing requirements have been of the order of 4 per cent of Gross National Expenditure. From the point of view of dealing with inflation, this was an uncomfortably large deficit for the Government of Canada to have at a time when the level of economic activity relative to the economy's demonstrated capacity was as high as it then

was. I am pleased that in the last budget the Government recognized the need to reduce its over-all deficit in the years ahead.

The above considerations seem to me to explain why Canada has made only limited progress since 1975 in containing inflation. The reason is not that the anti-inflationary financial policies followed were misconceived but that they were pursued with such gradualism that they did not succeed in dominating the influences that were working in the opposite direction. This view is further developed in the next section of this Report. If we in Canada are to have more success in dealing with inflation in the future we must make sure that public financial policy is sufficiently strongly anti-inflationary to cope with the economic circumstances that emerge.

The slow progress to date in dealing with inflation is unfortunate from many points of view. Perhaps the most serious penalty is that the continuation of high rates of inflation has further embedded them into people's practices and expectations, making them harder to deal with. Just as price stability had a tendency to be self-perpetuating when it existed because people regarded it as natural, so inflation develops a tendency to be self-perpetuating as people come to regard it as inevitable. This state of mind is difficult to change. It responds skeptically to statements of good intentions. It wants to be shown, not told. That is the problem we face.

What does all this portend for the future? It means that the struggle with inflation will be "front stage, centre" for quite a while to come. One may not welcome that but it cannot be avoided.

As for the Bank of Canada, we find no reason to modify greatly the approach that we have evolved in the past several years. In mid-February, 1981, we announced a further revision to our targets for the growth of M1, from limits

of 5 to 9 per cent per year based on the average level of M1 for the second quarter of 1979 to limits of 4 to 8 per cent based on the average for three months centred on September 1980. At that time the trend of M1 was well within the target band associated with the new target range. The Bank recognized that the new target range for M1 was low relative to the current growth of national expenditure but believed that a relatively low target range was necessary in the circumstances if monetary policy was to be able to provide effective resistance to inflation. The Bank will continue to be guided in its conduct of monetary policy not only by the trend of M1 but also by the other economic and financial developments that affect the outlook for inflation and economic activity in Canada. It remains the Bank's intention to ensure sufficient monetary expansion to accommodate as high a level of employment and output in Canada as proves to be consistent with a clearly moderating trend in the rate of inflation.

The influence of monetary policy will be felt throughout the economy but how the economy will respond will depend very much on the reactions of the various groups within it – governments, business and labour. Their reactions

will determine how much economic stress and strain is involved in the reduction of inflation.

There are those in our society who are defeatist about reducing inflation in a market economy even at this early stage in the struggle. They offer various reasons for supposing that the effort cannot succeed. I think they are wrong. It has succeeded in other countries and it can succeed in Canada. Canadians will have to face up sooner or later to what is involved.

In these paragraphs I have concentrated on the need to reduce inflation and how that can be done. But price stability is not an end in itself; it is a means to an end. The goal is an economy that performs well. That means an economy that is flexible and dynamic, an economy with high rates of saving flowing into investment in productive plant and equipment, an economy that provides incentives for hard work and imaginative enterprise, an economy that can meet the challenge of world competition. That is the kind of economy that will generate not only high employment but varied and challenging jobs that develop human potentials. Canadians want that kind of economy, but we won't get it without restoring confidence in the value of money. The role of money is too important for that.

The Economy in Perspective

Economic developments in any single year are largely determined by economic forces and policies set in train over preceding years. Accordingly, after a brief account of economic developments in 1980, this section of the Report reviews the way in which some of the broad economic issues currently facing Canada emerged in the course of the 1970s.

Developments in 1980

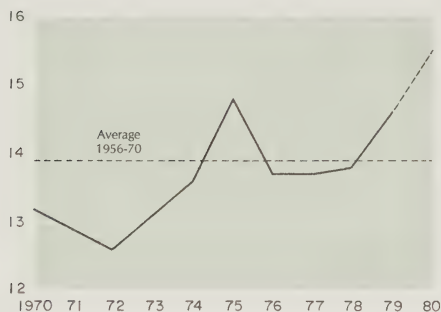
The Canadian economy turned in a good performance in 1980 in some major areas, realizing strong gains in external trade, a very high rate of investment in plant and equipment, and an increase in employment that compared well with historical experience. At the same time, the economy was characterized by high inflation and the output of goods and services was little changed.

Total spending (Gross National Expenditure in current dollars) is estimated to have risen by about 11 per cent, somewhat less than in the previous year. However, the over-all rate of inflation remained about as high as in 1979 under the pressure of both foreign and domestic forces. World prices of industrial materials and

precious metals rose sharply early in the year, reflecting the strong demand that built up in the United States through 1979 and into the early part of 1980, further steep increases in world oil prices, and reactions to political and military developments in the Middle East. This inflationary burst was given added impetus by an associated surge in inflation expectations in the United States that for a while made storable commodities appear cheap relative to paper assets. Later in 1980 poor harvests in a number of countries triggered a sharp rise in the prices of grains and some other foodstuffs. These developments, allied with an already high underlying rate of inflation among industrial countries not countered by strength in the Canadian dollar, resulted in substantial upward price pressures for the large part of the Canadian economy that is closely linked to international trade. Although the domestic capacity to supply came under less strain in 1980 than in the previous year, market conditions were sufficiently buoyant, particularly outside central Canada, to induce a strong increase in employment. The advance in money wages accelerated during the year, and the resulting

Trends in Business Fixed Investment

(Non-residential gross fixed capital formation as a per cent of GNE)



faster rise in production costs was reinforced by a further decline in output per worker. Food price increases were slightly less than in the previous year, but they were still high; as in other countries domestic energy prices increased faster, pushing up both consumer prices and producer costs.

The pattern of economic activity in 1980 was rather uneven. Production slackened in the first half of the year but in the final months the economy showed considerable buoyancy. An important element in the initial slowing was the weakening of U.S. and overseas markets as real incomes were squeezed by inflation and credit conditions were tightened sharply, particularly in the United States. Domestically, demand also slackened because of similar influences. In the second half of the year the U.S. economy picked up somewhat and Canadian activity received a strong boost through sharp gains in foreign trade. The substantial improvement in Canada's export and import performance in 1980, discussed in detail in the next section of the Report, was in large measure attributable to our continued very favourable international competitive position. This competitive strength has been a key factor in the

recent vigorous domestic investment performance of many Canadian industries.

The Past Decade

In most important respects the experience of the 1970s as regards over-all economic performance falls rather naturally into two main periods. Over the initial years of the decade, partly through policies that were too expansionary and partly through bad fortune, most nations including Canada became caught up in increases in total spending and a surge of inflation virtually without historical parallel in its scope and intensity. In consequence, the more recent years of the 1970s have been dominated by efforts in most countries to contain the rise in aggregate spending, bring inflation under control and restore the basis for sustained economic expansion. Two of the major industrial nations, West Germany and Japan, began to combat inflation relatively early in the period, whereas in others the shift was either less clear-cut or more delayed. In Canada policies giving increased priority to countering inflation have been pursued since 1975.

The First Half: The Inflationary Surge

In the latter part of the 1960s world inflation already showed a distinct if still rather gradual tendency to escalate. Demand pressures showed up first in the United States, largely associated with the Vietnam War, and later elsewhere. Fiscal and monetary policies were tightened in a number of countries between 1968 and 1969 and this produced a moderate economic slowdown. Soon, however, policies were switched back in an expansionary direction throughout virtually all the industrial world. A distinctive feature of the upswing was the way it was supported by a pronounced move to expansionary fiscal and monetary policies in all the major industrial countries, with scant recognition of the international repercussions. This unusual willingness of so many countries to resort simultaneously to easy financial policies,

particularly easy monetary policy, appears to have been motivated to an important extent by the international payments imbalances which in the end led to the breakdown of the pegged exchange rate system. In these circumstances countries tended either to feel themselves freed from earlier balance of payments constraints on more stimulative domestic policies or to feel themselves under pressure to expand domestic liquidity in order to avoid the supposedly adverse effects of exchange rate appreciation.

The generalized shift to expansionary policies resulted in a reverberating boom as countries saw their domestic expansion strongly supported by vigorous demand for exports. At the same time the rate of inflation began to accelerate. Demand pressures showed up quickly in commodity markets. They were aggravated in part by such accidents as poor grain harvests in 1972, but the subsequent surge in the prices of industrial materials was entirely attributable to the boom in spending and mounting speculation in an inflationary environment where the cost of credit was held relatively low.

By 1973 the dangers of spiralling inflation began to outweigh other considerations and policies began to be tightened. This process had not gone very far, however, when the world economy was struck by a massive increase in energy prices arising from OPEC actions in late 1973 that resulted in a near quadrupling of the international price of oil. In these circumstances the middle years of the 1970s were marked by strong upward pressures on costs, downward pressures on real incomes and sluggish economic activity.

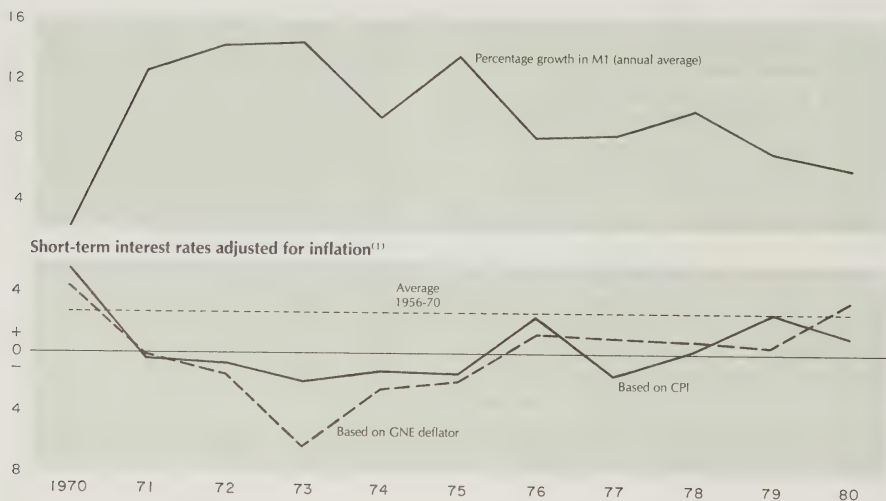
The demand policies pursued in Canada in the early 1970s fit quite closely the general picture of policy developments in industrial countries that has been sketched above. Fiscal policy was geared to expansion. Government spending, especially at the federal level, was boosted at a pace that came to outstrip by a wide margin the already steep advance in total spending in the economy. Revenues also rose

rapidly, but largely on account of rapid inflation and a pace of economic activity that was unsustainably high. In 1973 monetary policy was turned in a restrictive direction but nevertheless accommodated a high rate of spending and inflation. Domestic short-term interest rates rose rapidly during 1973 and the first half of 1974. There was at the time some concern about these increases, but in fact they remained low relative to an inflation rate that was rising. Thus the rate of monetary expansion stayed comparatively high.

The looseness of Canadian policies in this period reflected some elements besides a lagging appreciation of the inflationary momentum that was building up under the pressures of demand. One of these was a continual concern to minimize upward pressure on the exchange value of the Canadian dollar. Canada had allowed its currency to float in exchange markets in the spring of 1970 – earlier than other countries – resulting in an initial appreciation. Reluctance to see a further major rise stemmed from a fear of short-run adverse consequences for activity in export and import-competing industries. Linked to this concern was another problem, namely, a failure to recognize the extent to which the economy in general and the labour market in particular were coming under strain. Although output and employment were rising vigorously over much of the period, the over-all unemployment rate stayed persistently high by the standards and expressed goals of the 1960s. Even at the low point of 5 per cent that was finally reached in mid-1974 the unemployment rate was regarded as rather high. In retrospect it is apparent that the meaning of the conventional measure of unemployment as an indicator of ease or tightness in the labour market had altered in a major way, reflecting the changed demographic composition of the labour force, the effect of more generous unemployment benefits introduced in 1971 and the strong expansion of multi-earner families.

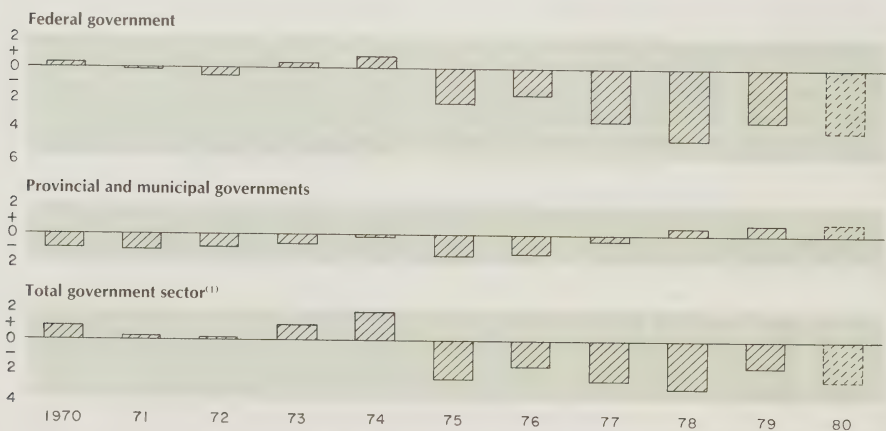
With costs and prices in Canada rising very

Monetary Expansion and Real Interest Rates



⁽¹⁾Rate on 90-day commercial paper adjusted by the rate of change of the respective price index (annual average)

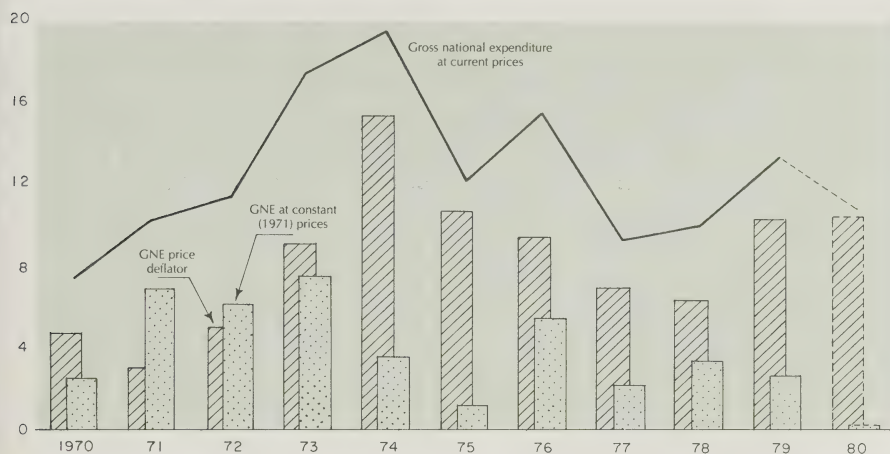
Fiscal Balances as a Percentage of Gross National Expenditure



⁽¹⁾All levels of government plus hospitals and the Canada and Quebec Pension Plans

Spending, Inflation and Output

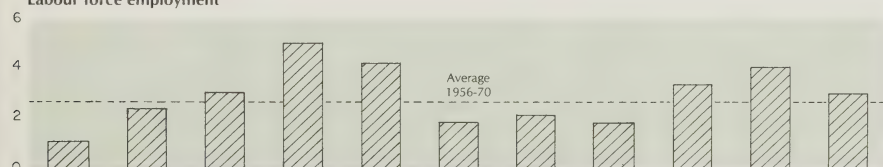
Annual percentage change



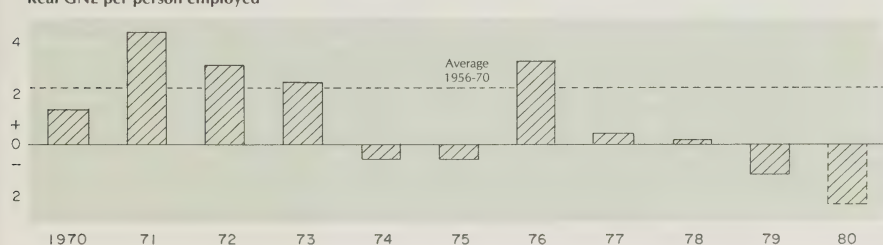
Employment and Labour Productivity

Annual percentage change

Labour force employment

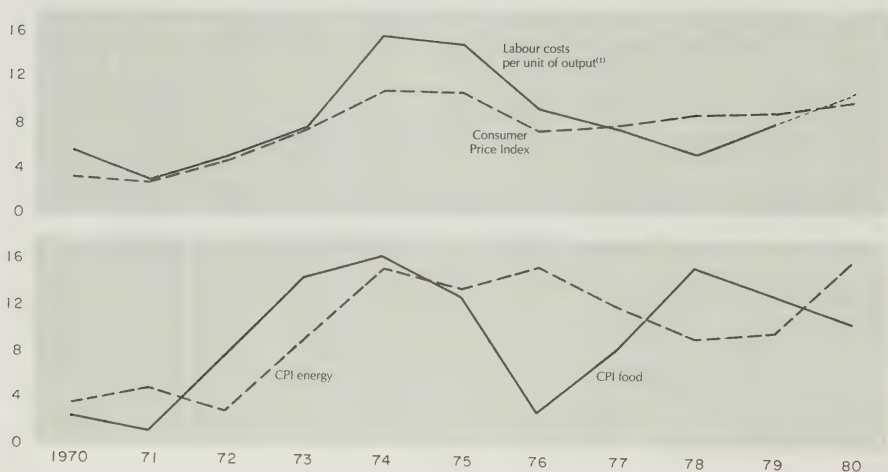


Real GNE per person employed



Prices and Costs

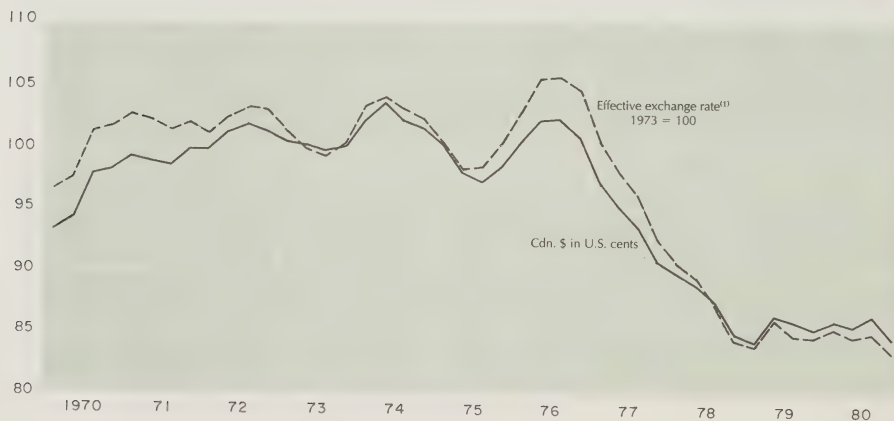
Annual percentage change



⁽¹⁾Total labour income divided by real GNE

Exchange Rate

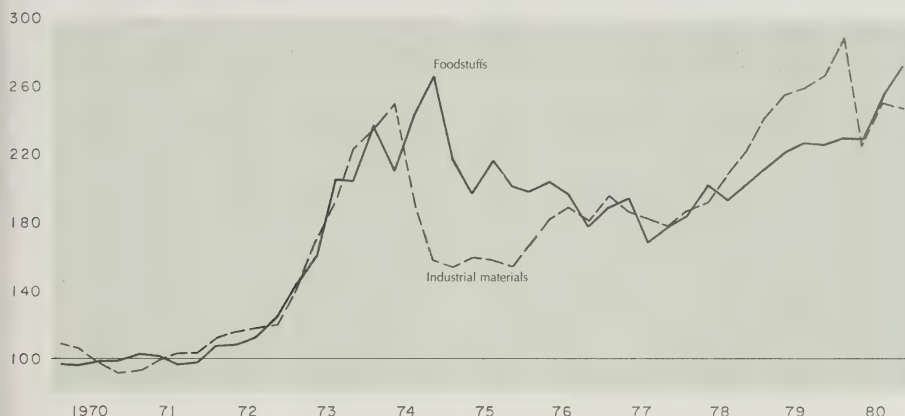
Quarterly average



⁽¹⁾Canadian dollar in terms of currencies of ten major trading countries, weighted by their relative 1973 shares in Canada's foreign trade

World Prices of Sensitive Commodities

in U.S. dollars, 1971 = 100



sharply in 1974, in a climate where existing inflationary pressures were reinforced by policy efforts to sustain a strong expansion of economic activity, our inflation performance was turning out to be considerably worse than that of our main trading partners, especially the United States. Consequently the cost competitiveness of Canadian industry began to deteriorate. Also, after 1973 the U.S. economy slowed sharply and the market for Canadian exports contracted. With a sharp slide in the volume of exports, activity in Canada also weakened notwithstanding the efforts here to support demand. By 1975 the economy was suffering from a combination of intense domestic cost pressures, continued very high price inflation, and sluggish output.

The Second Half: Containing and Reducing Inflation

The combination of persisting inflationary pressures and the shift to generally more restrained fiscal and monetary policies resulted

in an abrupt slowing in economic activity among the main industrial countries in 1974-75 as they attempted to cope with the income, inflation and balance of payments fall-out from earlier policies and the oil price shock. As economic slack increased, inflation pressures tended to ease, particularly in the United States, West Germany and Japan. By the latter part of 1975 activity was recovering quite smartly in these countries. However, all three economies were digesting price pressures and losses in real incomes due to the oil price shock, and consequently demand policies were much more cautious than a few years before. In the years that followed both West Germany and Japan pursued policies that continued to give priority to containing and reducing inflation. However, U.S. policies after 1976 were oriented towards an early speedup in economic activity under the belief that there was considerable unused capacity in the economy that could be taken up without reviving stronger inflationary pressures. This view turned out to be over-

optimistic. By 1979 the United States was again in a situation of tight markets, worsening inflation and escalating inflation expectations. This was not a situation in which the economy could cope well with the price pressures from energy and food that also developed. In these circumstances U.S. monetary policy was set on a tighter path from the autumn of 1979.

Largely dominated by the situation in the United States, the international economic conditions facing Canada in the second half of the 1970s were initially ones of expanding markets but relatively moderate external price increases. More recently the international environment has been less favourable with growth in output slowing but with price pressures having gained in intensity. Regarding supply the initial developments were relatively favourable. Food prices in North America were held down from late 1975 through 1976 by better harvests and a cyclical oversupply of beef. Also, world oil prices remained relatively steady in U.S. dollars. However, in the latter part of the 1975-80 period events have been more adverse in this regard. Very sharp increases in OPEC oil prices took place in early 1979 and further major upward adjustments have been posted since; food prices in more recent years have also tended to rise faster than the prices of other consumer items, reflecting in part the cyclical downturn in North American livestock production and more recently poor grain harvests in a number of countries.

A special influence affecting both demand for Canadian output and domestic inflation directly has been the substantial depreciation of the Canadian dollar. This decline, which took place over the two years from late 1976 to late 1978 and reduced the average exchange value of the Canadian dollar against other major currencies by some 20 per cent, in large measure appears to have been a delayed market reaction to the earlier loss of international cost competitiveness. To that extent it meant that some of the upward pressure on Canadian costs that

emerged in the first half of the 1970s only showed up in prices in more recent years. Viewed from another angle, by rapidly restoring Canada's competitive position this depreciation paved the way for the strength in export and import-competing industries that has emerged. However, the exchange rate adjustment would only bring about this improvement if a generalized domestic inflationary reaction could be avoided. During most of the period of exchange rate depreciation demand conditions and inflation expectations in Canada were sufficiently restrained to avoid such a reaction.

As was noted earlier, in 1975 Canadian policies shifted towards combatting inflation. In October the Government announced a program, of which the principal elements were: fiscal and monetary policies aimed at increasing total demand and production at a rate consistent with declining inflation; government expenditure policies aimed at limiting the growth of public expenditures and the rate of increase in public service employment; a consideration of possible structural policies to try to deal with the special problems of energy, food and housing, to ensure a more efficient and competitive economy and to improve labour-management relations; and a prices and incomes policy providing for mandatory guidelines. These guidelines were phased out during 1978.

The Bank of Canada embarked in 1975 on a policy designed to help gear down the pace at which total spending was increasing by gradually moderating the rate of monetary expansion. The Bank has implemented this policy by specifying a series of interim target ranges for money growth defined in terms of M1 - currency and chartered bank demand deposits. Over the past five years these targets have been gradually reduced from an initial range of 10-15 per cent annual growth to the present range of 4-8 per cent growth announced in February 1981. In line with these targets the expansion of M1 has gradually slowed, although the effect

of the slowing was reduced by virtue of the fact that innovations in banking practices led to economies in the amounts of demand deposit balances required in relation to any given level of spending. However, even when developments of this kind are allowed for, monetary expansion has been reduced over these five years or so, and has been accompanied by short-term interest rates that are once again higher than the rate of inflation.

The adoption of more restrained fiscal policies, a shift apparent at the provincial and local as well as the federal level, resulted in an appreciable slowing in the expansion of government spending. In the five years through 1980 the rate of advance in outlays for all levels of government averaged about one third less than in the preceding five, and ran roughly at the same pace as total spending in the economy. At the same time, however, revenue growth also slowed considerably except in those areas where oil and gas revenues are important. This deceleration, besides reflecting the less rapid growth of the tax base and the reduction in inflation-induced increases in personal income taxes with the introduction of indexation from 1974, also was the result of tax cuts largely aimed at boosting private demand. In large measure as a result of the sharp advances in resource revenues, the deficit of the total government sector stayed at some 2-3 per cent of GNE, the proportion to which it had risen by 1975. However, within this total the federal Government's deficit expanded further as its revenues lagged; in the most recent years the deficit of the federal Government has averaged approximately 4 per cent of GNE.

In the first couple of years of this period an appreciable reduction in domestic inflation occurred. Markets were less buoyant than before, while other direct domestic and foreign influences on prices were generally relatively favourable. Food costs were held down by special supply conditions and the increase in money wages was slowed under the impact of the

guidelines imposed under the anti-inflation program. Thus, even though the Canadian dollar began to fall sharply from late 1976, the feedback into domestic costs of production and again into prices was unusually restrained.

Early in 1978, however, domestic inflation began to accelerate. One reason was that the dismantling of the Anti-Inflation Board provided scope for some "catchup" in wage settlements. Another was the increased buoyancy of markets. The sharp depreciation of the Canadian dollar had increased the competitiveness of Canadian production to the point where bottlenecks and capacity constraints began in the autumn of 1978 to emerge over a wide range of industries. Labour markets generally also began to tighten up again around this time. The rise in labour costs has speeded up under the impact of larger increases in money wages and further declines in output per worker.

To these influences on inflation were added external pressures which turned markedly more adverse after 1977. By 1979, spurred by mounting inflationary demand in the United States, the prices of Canadian exports and imports were advancing at annual rates of 19 and 13 per cent respectively, even excluding the oil and gas components, and inflation measured by the deflator for GNE had again risen above 10 per cent. Recently the Consumer Price Index has been moving up at a higher rate.

Economic activity rebounded sharply after the recession of 1974-75 – production grew by almost 7 per cent in the four quarters ended in the middle of 1976 – but in more recent years the increase has averaged around 2 per cent annually. Given the relatively low average rate of growth of output during this period, it might be assumed that the economy was producing much below its potential. However, this is not at all the case. The sharp reduction in the growth of productivity since 1973 – notwithstanding substantial expansion in the capital stock and well sustained growth in employment – implies that the potential for output

growth over the period was lower than was generally assumed to be the case. With any over-all slack in the economy not exceeding relatively modest proportions, and with weakness in some regions, industries, or segments of the labour market offset by considerable tightness in others, the conditions were not favourable to much slowing of inflation in Canada.

In summary, the recent over-all performance of the Canadian economy is very much the product of forces that have been in operation for some time. The slowing in the advance of total spending that has been realized in the last five years or so has indeed been rather gradual,

so that the over-all adjustment towards a less inflationary economy has been correspondingly extended. Expectations of inflation have remained strong. Furthermore the economy in recent years, and perhaps more than in the earlier part of the 1970s, has been subjected to inflationary shocks whose effects have not yet been fully absorbed. Moreover, because the slower trend of real growth in the past several years reflected to an important degree a reduction in the growth rate of productivity and potential output for the economy, the pressure of demand on the economy has been greater, and the over-all capacity to supply has been less, than was earlier commonly supposed.

Canada's Balance of International Payments

The strong recovery in Canada's international competitive position flowing from the decline in the foreign exchange value of the Canadian dollar in 1977 and 1978 laid the foundation for a remarkable strengthening in our balance of international payments in 1980. A sharp rise in the surplus on merchandise trade resulted in a reduction of the current account deficit to its lowest level in six years. Moreover, the clear improvement in Canada's underlying balance of payments position contributed to a heightened interest by foreign investors in Canadian dollar long-term securities through much of 1980.

The upward trend of production costs in Canada has accelerated in the past two years but a similar deterioration has occurred in the United States, by far our largest trading partner. In these circumstances, the distinct improvement in the competitive position of Canadian suppliers relative to U.S. suppliers that had taken place after 1976 was only slightly eroded in 1980. Over the period as a whole, there has been a comparable improvement in Canada's competitiveness relative to Japan and an even larger gain relative to our major European trading partners.

The adjustments to Canada's trade flows in

the wake of the recovery in our competitive position have taken time. New and expanded markets could only be developed as current and potential buyers, both at home and abroad, were induced to switch to Canadian goods and services. Moreover, increases in output could only be achieved quickly to the extent that there was spare productive capacity.

In fact, output in many Canadian tradeable goods industries began to press against productive capacity from late 1978, limiting the improvement in our trade balance. Such pressures also led firms to proceed with plans to expand their capacity. In the first instance, the relatively high import content of production equipment being put in place added considerably to the import bill. In 1980, as capacity constraints in the economy eased with the slowing in domestic demand and the coming on stream of new plant and equipment, the adjustment of trade flows to the stronger international competitive position became more apparent.

This adjustment occurred in the face of cyclical conditions abroad that were less favourable to an expansion of exports than had been the case in the previous few years. In the United States real GNP was virtually unchanged in 1980

Current Account of the Balance of Payments

Balances

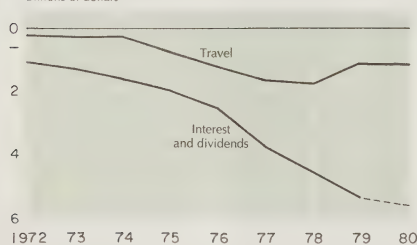
Main aggregates

Billions of dollars



Services balances

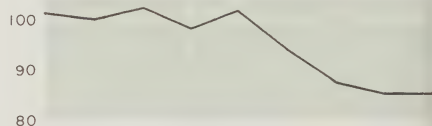
Billions of dollars



Major influences

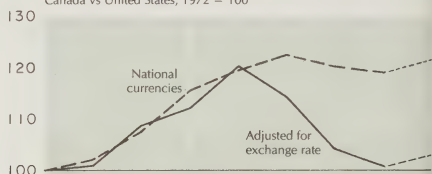
Exchange rate

Cdn. \$ in U.S. funds (annual averages)



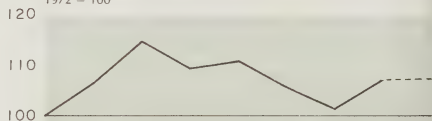
Relative unit labour costs⁽¹⁾

Canada vs United States, 1972 = 100



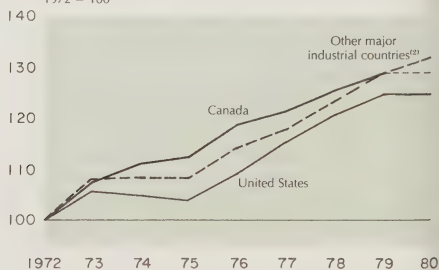
Merchandise terms of trade

1972 = 100



Real GNP

1972 = 100



⁽¹⁾Wages, salaries and supplementary labour income per unit of real GNP

⁽²⁾Real GNP/GDP in Japan, United Kingdom, Germany, France and Italy weighted by their shares of Canadian exports

and activity in some areas of that economy of particular importance to Canadian suppliers – new automobiles and housing – declined markedly. The rate of growth in the five largest overseas industrial economies also slowed, particularly for those in Europe, to around 2½ per cent in 1980, not much more than half that recorded in the previous year.

Canadian trade in automotive products with the United States over the past two years has been affected by a marked shift in demand in the United States away from larger North American model cars in which Canadian production has been concentrated. This led to particularly sharp declines in Canada's automotive exports. Imports from the United States, however, did not drop until 1980 when sales of North American cars weakened here as well; imports of U.S. commercial vehicles also fell off from their high 1979 level. As a result, our deficit in automotive trade with the United States, which had widened from \$0.5 billion in 1978 to \$3 billion in 1979, narrowed in 1980 to \$2.1 billion, with much of the improvement occurring in the second half of the year.

Two other important areas of our trade – wheat and energy – were also affected by rather special influences. The volume of wheat exports, which had been curtailed by transportation and handling difficulties in 1979, recovered sharply in 1980. At the same time, world wheat prices rose further so that the value of wheat exports nearly doubled to a record \$4.1 billion. In contrast, Canada's net trade position in crude oil and natural gas swung from a surplus of \$1 billion in 1979 to near balance in 1980; our deficit on crude oil doubled to \$4 billion but this was partly offset by a further increase in the value of our natural gas exports.

The net surplus in the above three rather special categories of trade combined rose by \$1.6 billion in 1980 to \$2 billion. More importantly, the surplus on Canadian trade in the broad

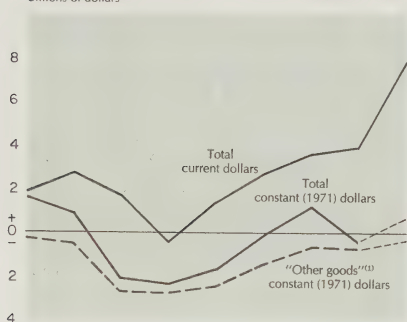
range of other goods, which comprised over 70 per cent of total merchandise trade, rose even more strongly than in 1979, by \$2.4 billion, to reach \$6 billion. This gain occurred despite a further widening in our deficit on trade in manufactured end products. Over-all, Canada's trade surplus doubled in 1980 to a level of \$8 billion.

Improved competitiveness and easing demand pressures in Canada in 1980 importantly affected the import side of our trade flows. In marked contrast to the growth of 11 per cent in volume terms in the previous year, imports of goods other than U.S. automotive products and oil are estimated to have risen by 3 per cent in 1980. Among the major components, the rate of growth of machinery and equipment imports decelerated from almost 20 per cent to 5 per cent, returning to a rate much in line with that of corresponding business investment. Fixed investment by both export-oriented and import-competing industries, undertaken to take advantage of improved sales prospects at home and abroad, appears to have been particularly buoyant in the past two years, increasing considerably faster than business investment as a whole. Among other major import categories, the inflow of industrial and construction materials decreased in 1980 in volume terms, partly reversing the increase of 15 per cent in 1979 when business inventory accumulation had been strong and constraints on productive capacity had diverted some purchases to foreign suppliers.

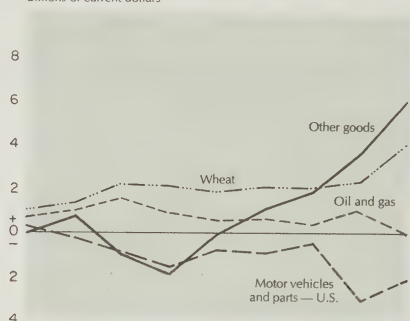
The volume of merchandise exports other than automotive products to the United States, wheat, oil and gas is estimated to have increased by 6 per cent in 1980, about one half the gain in each of the previous two years. This slower growth broadly reflected the weaker demand conditions among our major trading partners. Primary iron and steel exports, however, increased by more than in 1979 when they had been constrained by capacity limitations, while shipments of non-ferrous metals and minerals

Merchandise Trade

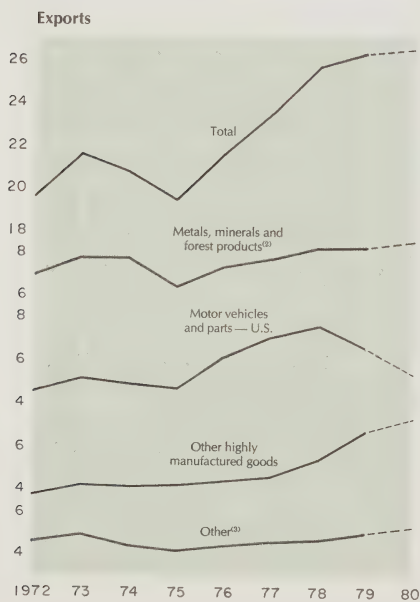
Major balances
Billions of dollars



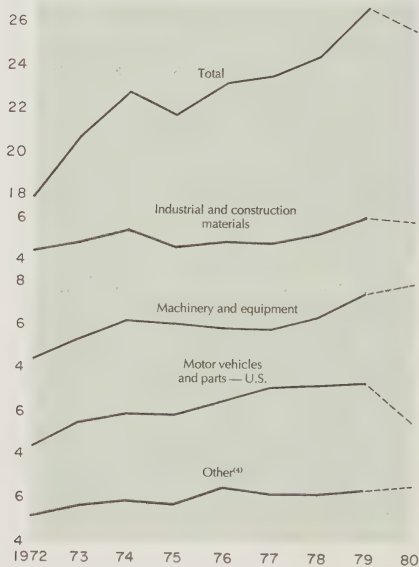
Balances on selected components
Billions of current dollars



Volume of trade flows
Billions of constant (1971) dollars



Imports



⁽¹⁾Total excluding motor vehicles and parts traded with the United States, oil, gas and wheat

⁽²⁾Excluding oil and gas

⁽³⁾Mainly farm and fish products, chemicals, fertilizers, oil and gas

⁽⁴⁾Mainly food, other consumer goods, fuels and lubricants

recovered from strike-affected levels. Highly manufactured goods, one of the components of exports that is more readily influenced by changes in relative prices, have been a dynamic component in the past three years, increasing in volume by roughly 20 per cent in 1978 and 1979 and by a further 8 per cent in 1980. As a result, their share in total exports excluding the special categories increased from about 30 per cent for the five years prior to 1978 to 37 per cent in 1980.

Trade in services too has been significantly affected by the shift in relative prices in Canada's favour. Our deficit on international travel improved substantially in 1979 to the lowest level since 1975 and was little changed in 1980. However, the deficit on the other components of the services account, such as net interest and dividend payments to non-residents, widened further. Over-all, the deficit on services and transfers is estimated to have increased by about \$0.4 billion in 1980, much the same as in the previous year. As a result, the rise in the trade surplus led to an almost equivalent improvement in the current account deficit to about \$1.5 billion from \$5 billion in each of the previous two years. In relation to GNP, the current account deficit decreased to 0.5 per cent from the levels of 2 per cent or more that had prevailed in the previous five years.

In respect of capital flows, there was an appreciable increase in non-residents' demands for Canadian dollar long-term portfolio investments in 1980. Their purchases of outstanding Canadian stocks are estimated to have resulted in a net capital inflow of around \$1 billion despite net sales in the final quarter of the year. This inflow was nearly three times as large as in 1979. Heightened non-resident interest in bonds denominated in Canadian dollars led to a net capital inflow estimated at over \$1 billion during 1980, about twice that in the previous year. As a result of these non-resident acquisitions of Canadian securities, net long-term

capital inflows other than those arising from federal Government borrowing abroad were somewhat larger in 1980 than in either of the previous two years. The federal Government had raised \$2.5 billion in foreign long-term capital markets in 1978 and \$1.6 billion in early 1979 in order to replenish official exchange reserves but was absent from those markets in 1980. Provincial and municipal borrowers also decreased their recourse to foreign bond markets and to syndicated loans in 1980, but this decline was largely offset by higher corporate borrowing abroad. A rise in the net outflow of capital resulting from direct investment transactions reflected increased acquisitions by Canadians of foreign-owned assets in Canada as well as higher direct investment abroad.

The combined total of the current and long-term capital accounts of the balance of payments, often referred to as the "basic balance", is estimated to have recorded a deficit of less than \$1/4 billion in 1980, a marked contrast to the deficits of \$2.3 billion and \$1.7 billion in the previous two years that occurred despite the substantial federal Government long-term borrowing abroad. At the same time, however, short-term interest rates in Canada rose less from 1979 to 1980 on average than did those on U.S. dollar assets; indeed interest rates on some Canadian instruments were on average lower than those on competing U.S. dollar securities. The resulting decrease in the attractiveness of short-term investment in Canada seems to have counteracted the positive effect on the external value of the Canadian dollar of the other forces referred to above and the average level of the exchange rate changed little between 1979 and 1980. At the same time, there were substantial movements in the exchange rate during the year, importantly reflecting shifts in differentials between short-term interest rates in Canada and the United States. These developments are discussed in the next section of the Report.

Financial Developments and Bank of Canada Operations

This section of the Report contains a more detailed description of the movements of interest rates and the exchange rate during 1980 and the effects of these interest rate developments on various monetary aggregates and credit variables. It also reports on the operations undertaken by the Bank of Canada in respect of monetary policy and its operations as agent for the Government of Canada in respect of the public debt and the Exchange Fund Account.

Short-term Interest Rates, the Exchange Rate and Monetary Policy

Financial markets in Canada were confronted during 1980 with generally unsettled international financial conditions, particularly the unprecedented fluctuations in interest rates in the United States. As explained in the first section of this Report, the course followed by the Bank of Canada was to moderate the amplitude of the swings in short-term interest rates in Canada relative to those in the United States with the result that the impact of the movement in U.S. interest rates fell partly on Canadian interest rates and partly on the foreign exchange value of the Canadian dollar. Quite apart from the problems posed by these movements in U.S. rates, the rapid pace of monetary expansion in Canada in the second half of the year called for a response in the form of a substantial rise in short-term rates here.

Three major swings in short-term interest rates during the year can be readily identified. The initial run-up in interest rates reached a peak in April. Rates declined sharply thereafter and the downward trend continued through the summer. Another upswing began in the early autumn and by the end of the year short-term interest rates had surpassed the peak levels reached in the spring. Differences in both the extent and timing of the movements in interest rates in Canada and the United States led to very wide swings in the differentials between rates in the two countries which had a marked influence on the course of the Canadian dollar exchange rate during the year.

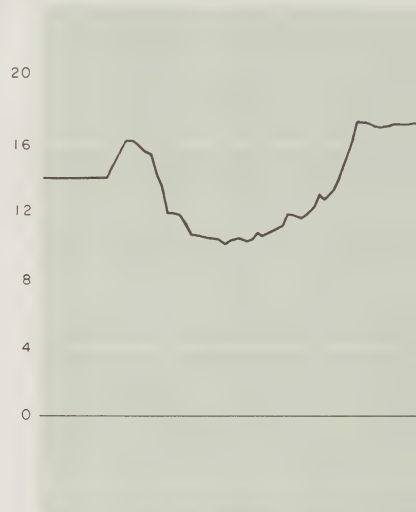
During the early months of 1980 there was an upward surge in U.S. short-term rates from the levels of about 13½ per cent that had prevailed since the beginning of the year to above 18 per cent by mid-April. Initially, the Bank resisted an upward adjustment in Canadian interest rates. The effect of the widening interest rate differential in favour of U.S. dollar investments on the external value of the Canadian dollar was for a time offset by strong international capital flows into Canada, mainly related to favourable views about the future profitability of companies in the energy sector of the Canadian economy, and in fact the exchange rate strengthened appreciably through the second half of February. However, as these inflows moderated, the short-term interest rate differ-

Interest Rates and the Exchange Rate

Rates on 30-day commercial paper

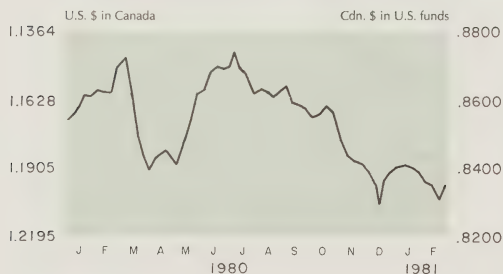


Bank Rate

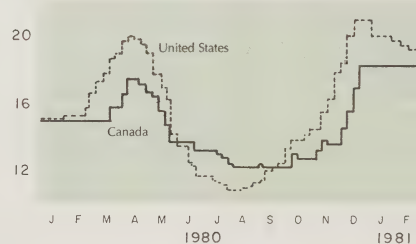


Exchange rate

Average noon spot rate, weekly



Prime business lending rates at banks



ential between U.S. and Canadian rates of almost 4 percentage points weakened the Canadian dollar and it fell from U.S.\$0.8757 at the beginning of March to U.S.\$0.8334 a month later. The Bank of Canada responded to these circumstances by allowing short-term interest rates in Canada to rise. By mid-April these rates had risen from levels just below 14 per cent to more than 16 per cent and the prime lending rate of Canadian banks had been increased from 15 per cent to 17½ per cent. The consequent narrowing of the differential in favour of investments in the United States helped to bring the depreciation of the Canadian dollar to a halt. Nonetheless at the peak levels of short rates in the two countries, rates on market paper were still 2 percentage points lower in Canada and the prime bank lending rate was 2½ percentage points lower here.

From the peak in mid-April, there was an extremely sharp fall in U.S. short-term rates, of the order of 10 percentage points in six weeks, which led to a complete reversal of the situation that had prevailed in the latter half of February and March. A strong tendency for Canadian short-term interest rates to decline was resisted by the Bank, and the differential between U.S. and Canadian interest rates moved in favour of the latter towards the end of April and averaged about 4 percentage points throughout May and June. These differentials, together with evidence of Canada's strengthening trade performance and the reduction of some political uncertainties following the referendum in the province of Quebec, led to an appreciation of the Canadian dollar from a low point of U.S.\$0.8334 at the beginning of April to a peak for the year of U.S.\$0.8767 in early July.

Throughout the summer Canadian rates continued to fall while U.S. interest rates remained flat, with the result that differentials narrowed to more typical levels and the Canadian dollar gradually declined. In total the fall in Canadian

short rates from the spring peak amounted to more than 6 percentage points. Rates eventually stabilized in the vicinity of 10 per cent for commercial paper and 12¼ per cent for the prime lending rate.

Late in the summer interest rates in the United States began to rise in response to an unexpectedly strong resurgence in both economic activity and inflation. The pace of the increase in short rates accelerated through the autumn with rates reaching a peak in December that was even higher than the levels recorded in the spring. The peak in commercial paper rates was above 21 per cent while the prime rate reached 21½ per cent at most large banks. As before, the Bank of Canada acted to moderate the resulting upward pressure on short-term rates in Canada and these rates initially rose much more slowly than comparable rates in the United States with the differential between them moving once again in favour of investment in U.S. dollar assets. The differential continued to widen until the end of November when both commercial paper and bank prime lending rates in the United States were about 4 percentage points above comparable Canadian rates. The exchange rate dropped below U.S.\$0.84 at the end of November and reached a low for the year of U.S.\$0.8249 on December 16.

With this pressure on the exchange rate and indicators of monetary expansion and growth in total spending showing unanticipated strength, the Bank of Canada moved in late November to speed the rise in Canadian interest rates and reduce the differential in favour of U.S. dollar investments. Canadian short-term market rates rose sharply in December to levels in excess of 18 per cent. The banks' prime lending rate rose to 18¼ per cent. These rates were nonetheless still some 3 percentage points below comparable peak rates in the United States.

The differential between short-term rates in

the two countries moved in favour of Canadian dollar investments late in December and in the early weeks of 1981 as U.S. rates came down somewhat while Canadian rates remained relatively stable. The Canadian dollar closed the year at U.S.\$0.8377 but during February it declined once again to a low of U.S.\$0.8269 and late in the month was around U.S.\$0.8340.

As noted in the first section of this Report, the Bank of Canada found it desirable, in the face of these volatile interest rate movements, to implement a floating Bank Rate system in which the Bank Rate is set at $\frac{1}{4}$ percentage point above the average rate on 91-day treasury bills at the weekly Thursday tender. The floating Bank Rate system provides the Bank of Canada with increased flexibility to respond to rapidly changing financial circumstances. The Bank

continues to use the same techniques as it did before to influence the behaviour of short-term interest rates. The principal means used by the Bank to exercise this influence is the control of the amount of cash reserves available to the chartered banking system. To the extent that the Bank deals in treasury bills, either in the market or by participating in the weekly tender, it has a direct effect on treasury bill rates.

In order to influence the movements of short-term interest rates, the Bank sometimes acted in a particularly vigorous manner. There were unusually large variations in the quantity of cash reserves made available to the banking system and unprecedented amounts of treasury bills were purchased and sold by the Bank. Monthly changes in the Bank's portfolio of securities are shown in Appendix Table III.

Long-term Government Bond Yields⁽¹⁾



⁽¹⁾Theoretical yields on 20-year federal government bonds

	Bank Rate	Chartered bank prime lending rate	5-year conventional mortgage rate*	Non-chequable savings rate at banks	5-year personal term deposit rates at trust and mortgage loan companies*
End of 1979	14.00	15.00	13.25	12.00	11.25
Spring 1980 highs	16.20	17.50	17.50	13.25	14.25
Summer 1980 lows	10.18	12.25	13.00	9.25	11.00
December 1980 highs	17.36	18.25	15.75	13.00	13.25

* Typical rates

Other Financial Developments

There were particularly large and rapid movements in long-term bond yields in 1980. The most pronounced rise in these yields took place early in the year following the announcements of further increases in world oil prices, the political and military developments in Iran and Afghanistan and the unexpected persistence of very high levels of spending in the U.S. economy. Long-term Government of Canada bond yields rose from 11³/₄ per cent to almost 14 per cent in this period.

The sharp fall-off in economic activity in North America in the second quarter and the expectation of an imminent decline in short-term interest rates led to a strong demand for bonds by investors during the spring, and yields fell as far and as rapidly as they had risen earlier. Throughout the remainder of the year bond yields trended upwards but with a great deal of short-term volatility.

Financial institutions which had in the past funded a portion of their fixed-term loans and securities with notice and short-term deposits were confronted with a narrowing in the margin between their interest costs and receipts at those times when short-term interest rates rose sharply, and there was a tendency for interest rate spreads on new business to widen as an offset.

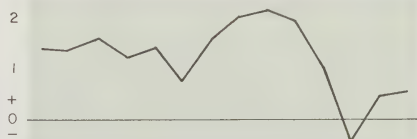
The variations in the Bank Rate and certain lending and deposit rates at banks and other financial institutions are summarized in the above table.

The pattern of domestic credit flows during

1980 was also influenced by the fluctuations in interest rates. The volatile state of financial markets in the year led to the disruption from

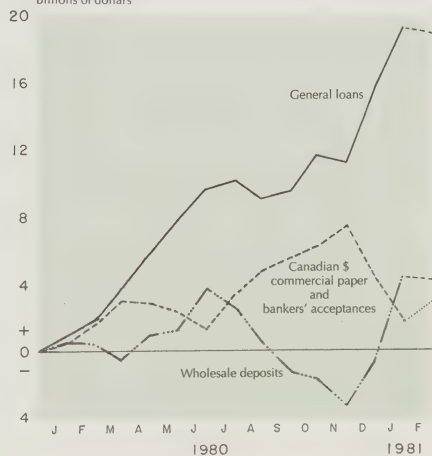
Differential on short-term credit rates in Canada

Prime business loans minus 30-day commercial paper



Cumulative financial flows from end of 1979

Billions of dollars



time to time of a number of traditional relationships between various interest rates in Canadian financial markets, providing incentives for borrowers to shift from one source of credit to another. Except for the flurry of new bond issues following the decline in long-term bond yields in the second quarter, there was an increased reliance by borrowers on short-term credit during the year. There were however some rather dramatic offsetting fluctuations in the use of different sources of short-term credit. Unusually wide variations in the differential between the banks' prime lending

rates and the market rates on commercial paper and bankers' acceptances (as shown in the preceding chart) led to a very rapid growth in bank loans in the second quarter and again in December and through into the early weeks of 1981. At these times market-paper rates were relatively high compared to the banks' prime rates and large corporate borrowers allowed substantial proportions of their commercial paper and bankers' acceptance issues to run off and refinanced them by drawing on their bank lines of credit. The reverse situation took place during the late summer and autumn when

Money Supply and Target Growth Ranges

Seasonally adjusted

Currency and demand deposits (M1)

Billions of dollars, monthly - Ratio scale



the interest rate incentives for corporate borrowers to issue bankers' acceptances and commercial paper were at record levels.

These large shifts of corporate borrowers in and out of the banking system required equally large movements in the deposit liabilities of the banks, and the banks accommodated this mainly by varying their bids for wholesale term deposits. The fluctuations in these deposits are reflected in the broadly defined monetary aggregates. Thus movements of both the broad monetary aggregates and bank loans were much affected in 1980 by shifts of the flow of credit between channels. The narrow monetary aggregate, composed of currency and demand deposit balances (M1), which the Bank of Canada uses for setting targets for monetary expansion, is not affected by these changes in the channels of financing.

Despite the volatility of short-term interest rates, their average level through 1980 turned out to be broadly consistent with the Bank's target growth range of 5 to 9 per cent for M1 which prevailed during the year. However, the cycles in short-term interest rates during the year did lead to some fluctuations of M1 within the target band and to a brief deviation below the lower limit of the band in the summer.

The new target for M1 announced in February 1981 of a range of growth between 4 and 8 per cent is measured from the average level of M1 during the three months centred on September 1980. This base period for the new target was chosen to take account of the fact that there have recently been some changes in banking practices which encourage increased economies in the use of demand deposits at chartered banks. The main change has been the introduction of daily interest savings accounts in late 1979. A small part of the growth in these accounts has been at the expense of balances previously held in personal chequing accounts, which are part of the demand deposit component of M1. The new base period is somewhat below the centre of the previous

range to reflect the downward adjustment in the level of M1 because of these institutional changes.

For practical purposes the Bank views this target as a band two per cent above and two per cent below the centre of the range. The average level of M1 in the final quarter of 1980 was near the top of the new target band and exceeded it in November but, with the restraining effect of the rise in interest rates late in 1980, M1 moved to just below the centre of the target band in January 1981.

Debt Management

During 1980 there was an increase of \$12.7 billion in the par value of outstanding marketable Government bonds and treasury bills payable in Canadian dollars and a decrease of \$1.3 billion in the outstanding amount of Canada Savings Bonds. Given the net domestic debt financing of \$11.4 billion and the total Canadian dollar financing requirements of \$9.7 billion, Government cash balances increased by \$1.7 billion. At year-end the Canadian dollar cash balances of the Government amounted to \$4.2 billion.

Additions to the outstanding amount of treasury bills totalled \$5.5 billion in 1980, of which \$4.1 billion came from augmenting the weekly auctions of 3-month and 6-month bill tenders. The remaining \$1.4 billion took the form of additions to the one-year treasury bill tenders which occurred every four weeks. In addition the proceeds of a \$300 million 14-day bill issue were used to supplement the Government's cash balances in early November when outflows related to redemptions of Canada Savings Bonds temporarily exceeded the inflows related to sales of Canada Savings Bonds. The holdings of treasury bills outside the banking system rose by \$3.6 billion to \$7.8 billion, accounting for about two thirds of the increase in the total amount of bills outstanding.

The amount outstanding of Government of Canada direct and guaranteed marketable bonds

payable in Canadian dollars rose by \$7.2 billion on a par value basis during 1980. As shown in Appendix Table IV, there were nine public offerings of such bonds over the year, five of which involved substantial refundings of maturing issues. Eight of the nine offerings included short-, medium- and long-term bonds with an extendible option offered on four of those occasions. The ninth offering consisted of an extendible bond only. Of the total of new marketable bonds issued in 1980, 16 per cent were short-term (due in three years or less), 51 per cent were medium-term (due in more than three years but less than ten years) and the remaining 33 per cent were long-term. The average term to maturity of outstanding unmatured marketable direct and guaranteed

bonds payable in Canadian dollars increased in 1980 by six months to ten years eleven months.

The terms of the 1980/81 series of Canada Savings Bonds which were first announced on September 12 provided a yield of 10½ per cent for each of the seven years to maturity in 1987. However, higher interest rates on competing savings instruments after the original announcement necessitated an adjustment in the yield offered. On November 3 the rate for the first year was raised to 11½ per cent; the rate for the subsequent six years was not adjusted, remaining at 10½ per cent. The new rates also applied to the ten previous issues still outstanding. In the case of those series dated before November 1, 1977, the increase in the rate of return was achieved by increasing the cash bonuses payable on the maturity of the bonds. The campaign produced a gross sale of \$3.3 billion in the fourth quarter of the year and, after allowing for redemptions, the outstanding amount of Canada Savings Bonds increased by \$1.2 billion over the same three months. For the year as a whole, however, the outstanding amount declined by \$1.3 billion, and the proportion of total Government of Canada securities outstanding held in this form declined from 27 per cent to 22 per cent.

The accompanying table summarizes the changes during 1980 in the distribution of the outstanding debt of the Government of Canada. The general public added very substantially to its holdings of treasury bills and marketable bonds while reducing its holdings of Canada Savings Bonds.

Foreign Exchange Operations

Exchange market operations by the Bank of Canada as agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance continued to be directed towards dampening fluctuations in the exchange rate. During the periods of considerable pressure on the rate that occurred in both directions from time to time during the

Summary of Changes in Government of Canada Securities Outstanding During 1980

Billions of dollars (par value)

Treasury bills	+ 5.5
Canada Savings Bonds	- 1.3
Marketable bonds	+ 7.2
	<u>+11.4</u>

Held by:

Bank of Canada	
Treasury bills	+ 1.1
Marketable bonds	+ 1.2
	<u>+ 2.3</u>

Chartered Banks

Treasury bills	+ 0.8
Marketable bonds	- 0.9
	<u>- 0.1</u>

Government Accounts

Treasury bills	+ 0.0
Marketable bonds	+ 0.1
	<u>+ 0.1</u>

General Public

Canada Savings Bonds	- 1.3
Treasury bills	+ 3.6
Marketable bonds	+ 6.8
(of which long-term)	<u>(+ 2.2)</u>
	<u>+ 9.1</u>

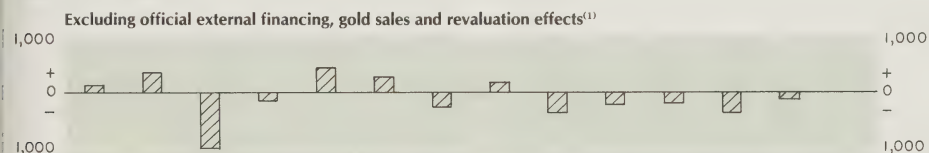
Exchange Rate

Spot closing rates, daily

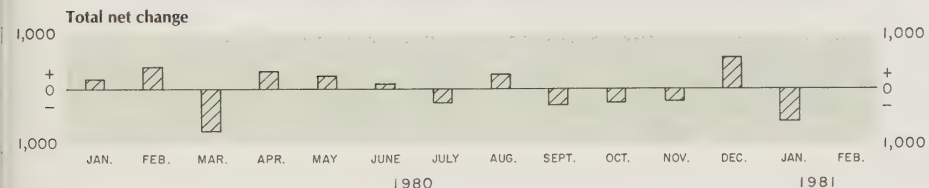
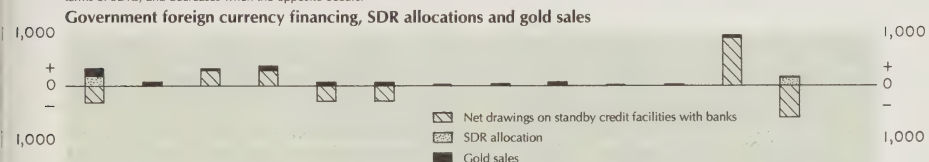


Changes in Official Reserves

Millions of U.S. dollars, monthly



⁽¹⁾The U.S. dollar value of SDR-denominated assets (gold, the IMF position and SDRs) rises when the exchange rate of the U.S. dollar declines in terms of SDRs, and decreases when the opposite occurs.



Last date plotted: exchange rate February 26, 1981
official reserves January, 1981

year, these operations involved sizeable official purchases and sales of foreign exchange and therefore large changes in Canada's official holdings of foreign exchange.

Official reserve holdings were also importantly influenced by the use made of the Government's U.S.\$2.5 billion revolving standby credit facility with Canadian banks and a similar U.S.\$3.0 billion facility with foreign banks. In January the remaining U.S.\$300 million outstanding, which had been drawn in 1979, under the facility with Canadian banks was repaid. As the exchange rate came under downward pressure, drawings of U.S.\$300 million under this facility in each of March and April were added to official reserves. These were repaid in May and June. In December U.S.\$600 million was drawn under the facility with Canadian banks and the facility with foreign banks was reactivated with a drawing of U.S.\$300 million. The U.S.\$600 million drawing was repaid in January 1981, leaving U.S.\$300 million outstanding under the facility with foreign banks and a total of U.S.\$5.2 billion available for future drawings in case of need.

In December 1979 the Minister of Finance announced that the Government would sell up to 1 million ounces of gold from official reserves to the market and the Royal Canadian Mint; further sales of up to 1 million ounces were authorized in August. During 1980 the Bank of Canada sold 1.2 million fine ounces of gold as the agent for this program, reducing Canada's official holdings of gold to 21.0 million fine ounces. As a result of the gold sales in 1980 official holdings of gold in reserves, which are carried at a book value of SDR35 per fine ounce (equivalent to U.S.\$44.64 as at December 31, 1980), declined by U.S.\$54.6 million during the year. The U.S. dollar proceeds of gold sales in 1980 amounted to

U.S.\$740.1 million and were added to official holdings of foreign exchange in the course of the year.

In January 1980 Canada also added to reserves 141.1 million of Special Drawing Rights (equivalent to U.S.\$186.5 million) received from the International Monetary Fund as its share of the second of three annual allocations of SDRs to its members under a program agreed upon in December 1978. The third allocation was made in January 1981 and Canada's share was SDR 138.4 million (equivalent to U.S.\$176.6 million). In addition, the increase in IMF quotas resulting from the Seventh General Review of Quotas agreed to by members in December 1978 came into effect in December 1980. As a result, Canada's quota in the IMF was increased by SDR678.5 million to SDR2,035.5 million. Under the Fund's Articles of Agreement Canada paid 25 per cent of the increase in its quota in SDRs. The SDR169.6 million required for this payment reduced the Exchange Fund Account's holdings of SDRs but increased Canada's reserve position in the Fund, thus leaving the level of Canada's total international reserves unchanged. The balance of Canada's quota was paid in the form of non-interest bearing Government of Canada notes denominated in Canadian dollars which were issued to the IMF. The enlargement of Canada's quota in the IMF increases both the amount that Canada could borrow from the IMF in case of need and the amount that Canada could in certain circumstances be called upon to lend to the IMF to meet the balance of payments needs of other members.

Canada's official international reserve holdings were U.S.\$3,886.9 million at the end of 1979, U.S.\$4,029.6 million at the end of 1980 and U.S.\$3,436.0 million at the end of January 1981.

Appendix Tables

APPENDIX TABLE I

Bank of Canada Assets and Liabilities

Monthly changes, millions of dollars

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Investment in Industrial Development Bank	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities		
						Chartered banks	Government of Canada	Other
1980								
January	- 431	- 516	- 42	+ 73	- 931	+ 47	- 12	-20
February	- 82	- 205	-	-137	- 93	-330	+ 1	- 2
March	+1,262	- 110	-	+374	+ 37	+525	+964	-
April	-1,283	+1,015	- 46	-587	+ 160	-184	-964	+87
May	+ 35	+ 138	-	+616	+ 245	+564	+ 11	-31
June	+1,076	- 539	-	-620	+ 212	-243	- 12	-40
July	+ 663	- 548	- 39	- 85	+ 124	-151	- 2	+20
August	+ 489	- 55	-	-176	+ 29	+ 81	+160	-12
September	- 333	+ 45	-	+287	+ 29	+127	-159	+ 2
October	- 182	+ 287	- 47	- 53	- 13	- 33	+ 32	+19
November	+ 56	+ 437	-	+ 53	+ 84	+495	- 8	-25
December	+ 971	- 539	-	+311	+ 910	-171	+ 24	-20
	<u>+2,241</u>	<u>- 590</u>	<u>-174</u>	<u>+ 56</u>	<u>+ 793</u>	<u>+727</u>	<u>+ 35</u>	<u>-22</u>
1981								
January	- 920	- 221	- 39	+180	-1,077	+ 17	+ 65	- 5

APPENDIX TABLE II

Chartered Bank Cash Reserves

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Total minimum cash requirements	Average holdings of Bank of Canada notes ⁽¹⁾	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of juridical days in period
1980						
January	1-15				4,720	10
	16-31	6,127	1,451	4,676	4,710	12
February	1-15				4,563	11
	16-29	6,198	1,689	4,509	4,564	10
March	1-15				4,724	10
	16-31	6,090	1,423	4,667	4,718	11
April	1-15				4,854	10
	16-30	6,196	1,388	4,808	4,841	11
May	1-15				4,830	11
	16-31	6,224	1,402	4,822	4,851	10
June	1-15				5,085	10
	16-30	6,446	1,407	5,039	5,090	11
July	1-15				4,981	10
	16-31	6,426	1,511	4,915	4,943	12
August	1-15				5,100	11
	16-31	6,562	1,512	5,050	5,113	10
September	1-15				5,102	10
	16-30	6,575	1,534	5,041	5,106	11
October	1-15				5,123	10
	16-31	6,614	1,545	5,069	5,186	12
November	1-15				5,339	9
	16-30	6,839	1,550	5,290	5,326	10
December	1-15				5,338	11
	16-31	6,869	1,572	5,297	5,383	10
1981						
January*	1-15				5,519	10
	16-31	7,041	1,555	5,486	5,540	11
February*	1-15	7,092	1,819	5,273	5,357	10

* Preliminary.

⁽¹⁾ The figure for February 1981 also includes average holdings of coins as permitted under the 1980 Bank Act revision.

⁽²⁾ Advances to banks and Purchase and Resale Agreements with money market dealers summed and divided by number of juridical days.

Excess cash reserves		Advances to chartered banks and PRA outstanding			
Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Number of days outstanding		Average outstanding ⁽²⁾	
		Advances	PRA	Advances	PRA
435	.037	2	8	17.8	106.8
409	.029	1	11	0.4	147.4
600	.046	1	9	0.4	98.7
552	.047	—	2	—	2.5
567	.048	1	3	6.4	27.8
567	.044	1	5	6.4	79.1
459	.038	1	5	7.0	34.9
367	.028	1	10	0.8	173.8
89	.007	2	8	48.1	175.3
292	.025	4	9	47.8	202.5
460	.037	2	10	21.2	276.1
559	.041	1	11	1.7	189.2
657	.052	3	8	6.7	225.0
329	.022	1	10	0.8	258.4
544	.039	—	5	—	59.1
626	.049	—	6	—	48.7
603	.048	—	4	—	51.9
711	.051	1	3	1.4	22.0
533	.042	2	3	2.4	12.6
1,400	.092	—	8	—	142.7
441	.038	1	1	4.6	4.3
364	.028	1	4	5.0	56.2
452	.032	6	8	23.1	70.8
865	.067	7	10	61.0	172.5
329	.025	2	9	31.1	154.7
602	.042	2	10	13.6	192.5
843	.061	—	6	—	97.7

APPENDIX TABLE III

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and Bankers' Acceptances

Delivered basis, par value in millions of dollars

Net purchases from (+) or net sales to (-) investment dealers and banks									
	Treasury bills	Bonds ⁽¹⁾				Bankers' acceptances ⁽²⁾	Sub-total of bills and bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA	
		3 years and under	3-5 years	5-10 years	Over 10 years				
1980									
January	+ 53.0	-	-	-	-	-	+ 53.0	+ 30.0	
February	+ 408.7	+32.9	-	-	-	-	+ 441.6	- 30.0	
March	- 324.1	-	-	-	-	-	- 324.1	+214.9	
April	-1,253.4	-82.9	-	-	-	-	-1,336.3	- 36.3	
May	- 97.9	-22.0	-276.0	-	-	-	- 395.9	- 92.9	
June	+ 612.7	-	-	-	-	-	+ 612.7	- 55.7	
July	+ 337.0	-	-	-	-	-	+ 337.0	+286.6	
August	+ 51.0	-	-	-	-	-	+ 51.0	-316.6	
September	- 82.0	-	-	-	-	-	- 82.0	-	
October	- 988.4	-	-	-	-	-	- 988.4	-	
November	- 624.0	-	-	-	-	-	- 624.0	-	
December	+ 120.5	-	-	-	-	-	+ 120.5	+120.5	
Total	<u>-1,786.9</u>	<u>-72.0</u>	<u>-276.0</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-2,134.9</u>	<u>+120.5</u>	
1981									
January	-1,049.0	-	-	-	-	-	-1,049.0	- 92.9	

⁽¹⁾ Classified by years to maturity at time of transactions.

⁽²⁾ Includes maturing bankers' acceptances.

Net transactions with Government and other client accounts

Purchases (+)
of new issues
less matured
holdings

Net purchases from (+)
or net sales to (-)
Government
and client accounts

Bills Bonds Bills Bonds

Net change in holdings
of Government of Canada securities
and bankers' acceptances

Bills Bonds Bankers'
acceptances Total

- 443.3	-	- 44.3	- 35.9	- 404.6	- 35.9	-	- 440.5
- 298.0	+ 70.6	- 209.5	- 12.3	- 128.8	+ 91.2	-	- 37.6
+1,086.9	+ 450.0	- 108.1	- 2.1	+ 817.9	+ 486.4	+13.2	+1,317.5
+ 468.7	- 237.0	- 178.4	- 10.2	- 980.4	- 353.4	+ 4.3	-1,329.5
+ 447.1	+ 300.0	- 208.6	- 12.8	+ 69.0	- 20.1	-12.0	+ 36.9
+ 183.8	+ 382.6	- 31.3	+ 14.7	+ 720.9	+ 391.4	- 5.5	+1,106.8
- 12.7	+ 200.0	- 126.2	- 15.0	+ 431.2	+ 220.9	+17.6	+ 669.7
+ 638.8	+ 258.5	- 136.5	- 3.4	+ 290.2	+ 219.2	-17.6	+ 491.8
- 169.9	-	- 93.7	- 7.8	- 345.6	- 7.8	-	- 353.4
+ 854.5	+ 177.6	- 213.0	- 5.1	- 346.9	+ 172.5	-	- 174.4
+ 885.7	-	- 172.5	- 12.4	+ 89.2	- 12.4	-	+ 76.8
+ 822.6	+ 121.7	- 182.0	- 29.1	+ 875.6	+ 98.6	-	+ 974.2
<u>+4,464.2</u>	<u>+1,724.0</u>	<u>-1,704.1</u>	<u>-131.4</u>	<u>+1,087.7</u>	<u>+1,250.6</u>	<u>-</u>	<u>+2,338.3</u>
+ 367.6	-	- 171.6	- .5	- 939.9	- 6.5	-	- 946.4

APPENDIX TABLE IV

Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities*: New Issues and Retirements

Date in 1980	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct and guaranteed					
Feb.	1	9% Feb. 1, 1980			344 ⁽¹⁾
		7½% Feb. 1, 1980			600 ⁽²⁾
		11¾% Dec. 15, 1982	2 yrs. 10½ mos.	12.27	600 ⁽³⁾
		11½% Dec. 15, 1984	4 yrs. 10½ mos.	11.91	350 ⁽⁴⁾
		11¼% Dec. 15, 1989	9 yrs. 10½ mos.	11.86	50 ⁽⁵⁾
		11¾% Feb. 1, 2003	23 years	12.07	600
				1,600	
Mar.	31	13¾% Mar. 15, 1983	2 yrs. 11½ mos.	13.96	150
		13¾% Mar. 15, 1985	4 yrs. 11½ mos.	13.75	850 ⁽⁶⁾
		13¾% Mar. 15, 2000	19 yrs. 11½ mos.	13.86	250
				1,250	
Apr.	1	6¼% Apr. 1, 1980			450 ⁽⁷⁾
					199 ⁽⁸⁾
May	1	13¾% Mar. 15, 1983	2 yrs. 10½ mos.	13.75	150 ⁽⁹⁾
		13% May 1, 1985	5 yrs.	13.14	500 ⁽¹⁰⁾
		13% May 1, 2001	21 yrs.	13.14	450
				1,100	
June	1	7½% June 1, 1980			475 ⁽¹¹⁾
		11¼% Mar. 15, 1983	2 yrs. 9½ mos.	11.49	400
		11¼% July 1, 1985	5 yrs. 1 mo.	11.51	450
		11¼% Dec. 15, 1989	9 yrs. 6½ mos.	11.69	150 ⁽¹²⁾
		11¾% Feb. 1, 2003	22 yrs. 8 mos.	12.00	650 ⁽¹³⁾
				1,650	
June	26				41 ⁽¹⁴⁾
July	1	10% June 1, 1984	3 yrs. 11 mos.	10.19	275 ⁽¹⁵⁾
		10½% Oct. 1, 1989	9 yrs. 3 mos.	10.80	150 ⁽¹⁶⁾
		11¼% Dec. 15, 2002	22 yrs. 5½ mos.	11.31	475 ⁽¹⁷⁾
				900	
Aug.	1	5½% Aug. 1, 1980			267 ⁽¹⁸⁾
		10½% Feb. 1, 1983	2 yrs. 6 mos.	10.50	250
		10¾% Oct. 1, 1985	5 yrs. 2 mos.	10.87	325
		11¼% Dec. 15, 1989	9 yrs. 4½ mos.	11.29	125 ⁽¹⁹⁾
		11¾% Feb. 1, 2003	22 yrs. 6 mos.	11.81	450 ⁽²⁰⁾
				1,150	

(Continued)

Date in 1980	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Oct. 1	9% Oct. 1, 1980				449 ⁽²¹⁾
	12¼% Oct. 15, 1982	2 yrs. ½ mo.	12.76	150	
	12½% Oct. 1, 1984	4 yrs.	12.99	775 ⁽²²⁾	
	13% May 1, 2001	20 yrs. 7 mos.	13.28	375 ⁽²³⁾	
				<u>1,300</u>	
Dec. 1	7½% Dec. 1, 1980				800 ⁽²⁴⁾
	13¼% Dec. 15, 1983	3 yrs. ½ mo.	13.45	200	
	13% May 1, 1985	4 yrs. 5 mos.	13.07	800 ⁽²⁵⁾⁽²⁶⁾	
	13½% Dec. 1, 1999	19 yrs.	13.65	400	
				<u>1,400</u>	
Dec. 22	13% May 1, 1985	4 yrs. 4½ mos.	12.91	500 ⁽²⁷⁾⁽²⁸⁾	
Dec. 31					6 ⁽²⁹⁾
	Total bonds			10,850	3,631
	Total treasury bills*			<u>53,520</u>	<u>48,045</u>
Issues payable in foreign currencies – direct					
Apr. 15					1 ⁽³⁰⁾
Oct. 15					1 ⁽³⁰⁾
	Total bonds				<u>2</u>

* Includes three-month, six-month and one-year treasury bills.

⁽¹⁾ Maturity of 9% bonds issued October 1, 1975.

⁽²⁾ Maturity of 7½% bonds issued February 1, 1977, April 1, 1977 and May 15, 1977.

⁽³⁾ In addition to \$275 million 11¼% December 15, 1982 already outstanding.

⁽⁴⁾ In addition to \$350 million 11½% December 15, 1984 already outstanding.

⁽⁵⁾ In addition to \$125 million 11¼% December 15, 1989 already outstanding.

⁽⁶⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before December 14, 1984, into an equal par value of 13¼% bonds due March 15, 1990 yielding about 13.75% from March 31, 1980 to maturity in 1990.

⁽⁷⁾ Maturity of 6¼% bonds issued April 1, 1971 and April 1, 1975.

⁽⁸⁾ Cancellation of \$9.0 million 5½% August 1, 1980 bonds, \$36.6 million 9½% June 15, 1994 bonds, \$19.1 million 10% October 1, 1995 bonds, \$30.0 million 9¼% May 15, 1997 bonds, \$18.1 million 9% October 15, 1999 bonds, \$15.6 million 9¼% December 15, 2000 bonds, \$40.6 million 9½% October 1, 2001 bonds, \$7.5 million 8¾% February 1, 2002 bonds and \$22.5 million 9½% October 1, 2003 bonds.

⁽⁹⁾ In addition to \$150 million 13¾% March 15, 1983 already outstanding.

⁽¹⁰⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before February 1, 1985, into an equal par value of 13% bonds due May 1, 1990 yielding about 13.09% from May 1, 1980 to maturity in 1990.

⁽¹¹⁾ Maturity of 7½% bonds issued July 1, 1977, September 1, 1977, October 15, 1977, December 15, 1977 and February 1, 1978.

(Continued)

- ⁽¹²⁾ In addition to \$175 million 11 $\frac{1}{4}$ % December 15, 1989 already outstanding.
- ⁽¹³⁾ In addition to \$600 million 11 $\frac{3}{4}$ % February 1, 2003 already outstanding.
- ⁽¹⁴⁾ Cancellation of \$7.3 million 9 $\frac{1}{2}$ % June 15, 1994 bonds, \$6.4 million 10% October 1, 1995 bonds, \$6.0 million 9 $\frac{1}{4}$ % May 15, 1997 bonds, \$3.6 million 9% October 15, 1999 bonds, \$3.1 million 9 $\frac{3}{4}$ % December 15, 2000 bonds, \$8.1 million 9 $\frac{1}{2}$ % October 1, 2001 bonds, \$1.5 million 8 $\frac{3}{4}$ % February 1, 2002 bonds and \$4.5 million 9 $\frac{1}{2}$ % October 1, 2003 bonds.
- ⁽¹⁵⁾ In addition to \$800 million 10% June 1, 1984 already outstanding.
- ⁽¹⁶⁾ In addition to \$200 million 10 $\frac{1}{2}$ % October 1, 1989 already outstanding.
- ⁽¹⁷⁾ In addition to \$750 million 11 $\frac{1}{4}$ % December 15, 2002 already outstanding.
- ⁽¹⁸⁾ Maturity of 5 $\frac{1}{2}$ % bonds issued August 1, 1962, February 1, 1966, May 1, 1966 and February 1, 1967.
- ⁽¹⁹⁾ In addition to \$325 million 11 $\frac{1}{4}$ % December 15, 1989 already outstanding.
- ⁽²⁰⁾ In addition to \$1,250 million 11 $\frac{3}{4}$ % February 1, 2003 already outstanding.
- ⁽²¹⁾ Maturity of 9% bonds issued October 1, 1975 and April 1, 1976.
- ⁽²²⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before June 29, 1984, into an equal par value of 12 $\frac{1}{2}$ % bonds due October 1, 1990 yielding about 12.77% from October 1, 1980 to maturity in 1990.
- ⁽²³⁾ In addition to \$450 million 13% May 1, 2001 already outstanding.
- ⁽²⁴⁾ Maturity of 7 $\frac{1}{2}$ % bonds issued December 1, 1973 and February 1, 1974.
- ⁽²⁵⁾ In addition to \$500 million 13% May 1, 1985 already outstanding.
- ⁽²⁶⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before February 1, 1985, into an equal par value of 13% bonds due May 1, 1990 yielding about 13.04% from December 1, 1980 to maturity in 1990.
- ⁽²⁷⁾ In addition to \$1,300 million 13% May 1, 1985 already outstanding.
- ⁽²⁸⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before February 1, 1985, into an equal par value of 13% bonds due May 1, 1990 yielding about 12.95% from December 22, 1980 to maturity in 1990.
- ⁽²⁹⁾ Cancellation of guaranteed debt by Purchase Fund.
- ⁽³⁰⁾ Partial redemption at par of U.S. pay 5% October 15, 1987 for Sinking Fund.

BANK OF CANADA Statement of Income and Expense

Year Ended December 31, 1980
(with comparative figures for 1979)

	1980	1979
	(thousands of dollars)	
INCOME		
Revenue from investments and other income		
After deducting interest of \$5,849 (\$2,975 in 1979) paid on deposits	\$1,541,892	\$1,161,133
EXPENSE		
Salaries ⁽¹⁾	\$ 31,733	\$ 28,397
Contributions to pension and insurance funds ⁽¹⁾	4,954	4,647
Other staff expenses ⁽²⁾	1,298	1,621
Directors' fees	49	47
Auditors' fees and expenses	231	200
Taxes - municipal and business	4,932	4,232
Bank note costs	19,611	18,685
Data processing and computer costs	3,491	3,013
Maintenance of premises and equipment - net ⁽³⁾	6,542	6,471
Printing of publications	453	470
Other printing and stationery	1,275	1,400
Postage and express	866	826
Telecommunications	983	913
Travel and staff transfers	1,080	977
Other expenses	768	597
	78,266	72,496
Depreciation on buildings and equipment	4,824	4,704
	83,090	77,200
NET INCOME PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	1,458,802	1,083,933
	\$1,541,892	\$1,161,133

(1) Salaries, including overtime, and related contributions to pension and insurance funds for bank staff other than those engaged in building maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time, and overtime work) was 1,956 in 1980 and 1,883 in 1979.

(2) Includes cafeteria expenses, retirement allowances, educational training costs and medical expenses.

(3) Includes all building maintenance costs (including staff costs) but net of rental income.

Certain of the expenses for 1979 have been reclassified in order to conform with the presentation adopted for 1980.

BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1980
(with comparative figures for 1979)

ASSETS	1980 (thousands of dollars)	1979
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	\$ 278,625	\$ 225,39
Other currencies	5,672	5,58
	<u>284,297</u>	<u>230,97</u>
Advances to chartered and savings banks	<u>16,000</u>	<u>116,90</u>
Investments — at amortized values:		
Treasury bills of Canada	5,252,434	4,239,98
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years	3,892,522	3,768,42
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years	6,648,736	5,542,88
Bonds and debentures issued by the Industrial Development Bank	170,612	344,28
Other investments	<u>225,340</u>	<u>827,35</u>
	<u>16,189,644</u>	<u>14,722,934</u>
Bank premises:		
Land, buildings and equipment, at cost less accumulated depreciation	<u>76,655</u>	<u>76,567</u>
Cheques drawn on other banks	<u>488,552</u>	<u>384,591</u>
Accrued interest on investments	<u>253,205</u>	<u>206,782</u>
Other assets	<u>4,870</u>	<u>6,994</u>
	<u>\$17,313,223</u>	<u>\$15,745,746</u>

LIABILITIES

	1980	1979
	(thousands of dollars)	
Capital paid up	\$ 5,000	\$ 5,000
Res fund	25,000	25,000
Notes in circulation	11,108,020	10,314,754
Deposits:		
Government of Canada	58,701	24,799
Chartered banks	5,466,282	4,738,420
Other deposits	85,935	107,452
	<u>5,610,918</u>	<u>4,870,671</u>
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	177,647	136,285
Other	239	233
	<u>177,886</u>	<u>136,518</u>
Bank of Canada cheques outstanding	<u>281,423</u>	<u>297,429</u>
Collections and payments in process of settlement:		
Government of Canada (net)	99,496	38,814
Other	1,491	54,655
	<u>100,987</u>	<u>93,469</u>
Other liabilities	<u>3,989</u>	<u>2,905</u>
	<u>\$17,313,223</u>	<u>\$15,745,746</u>

Governor, **G. K. BOUEY**Chief Accountant, **A. C. LAMB**

Auditors' Report We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1980 and the statement of income and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1980 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

ROBERT E. L'ABBÉ, C.A.
du cabinet Raymond, Chabot, Martin, Paré & Associés
Ottawa, Canada, January 16, 1981

M. A. MACKENZIE, F.C.A.
of the firm Clarkson Gordon

BANK OF CANADA Financial Statements December 31, 1980

Summary of Significant Accounting Policies

The financial statements have been prepared within the framework of the accounting policies summarized below.

a. Form of Presentation

The form of the statement of assets and liabilities meets the requirements of the Bank of Canada Act. The figures for the prior year have been reclassified to comply with the 1980 revisions to the Act.

b. Revenues and Expenses

Revenues and expenses have been accounted for on the accrual basis.

c. Investments and Bills

In accordance with the requirements of the Bank of Canada Act, these assets have been recorded at their cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition have been included in income.

d. Translation of Foreign Currencies

Assets and liabilities in foreign currencies have been translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end.

e. Depreciation

Depreciation has been recorded at the following annual rates applied on the declining balance method:

Buildings	5%
Equipment	20%

Board of Directors

G. K. BOUEY	OTTAWA Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. CAMPBELL	CALGARY, ALTA.
W. DODGE	OTTAWA, ONT.
S. KANEE	WINNIPEG, MAN. <i>Member of the Executive Committee</i>
S. G. LAKE	RAMEA, NFLD.
A. A. LEBOUTHILLIER	CARAQUET, N.B.
J. R. LONGSTAFFE	VANCOUVER, B.C.
J. W. E. MINGO, Q.C.	HALIFAX, N.S. <i>Member of the Executive Committee</i>
J. H. POTTS, Q.C.	TORONTO, ONT. <i>Member of the Executive Committee</i>
M ^{ME} Y. LEFEBVRE-RICHARD	MONTREAL, QUE.
D. A. SMITH	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
J. A. STACK	SASKATOON, SASK.
J. TASCHEREAU	QUEBEC, QUE. <i>Member of the Executive Committee</i>

Ex-officio

I. A. STEWART	OTTAWA Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>
---------------	--

Principal Officers

G. K. BOUEY, *Governor*
R. W. LAWSON, *Senior Deputy Governor*

G. E. FREEMAN, *Deputy Governor*
*B. J. DRABBLE, *Deputy Governor*
J. N. R. WILSON, *Adviser*
W. A. MCKAY, *Adviser*
G. G. THIESSEN, *Adviser*
D. G. M. BENNETT, *Associate Adviser*
W. CHEVELDAYOFF, *Associate Adviser*

ALAIN JUBINVILLE, *Deputy Governor*
D. J. R. HUMPHREYS, *Deputy Governor*
JACQUES BUSSIÈRES, *Adviser*
J. W. CROW, *Adviser*
SERGE VACHON, *Adviser*
J. S. ROBERTS, *Associate Adviser*
T. E. NOËL, *Secretary*

*On leave of absence as an Executive Director of the International Monetary Fund

Securities Department

F. FAURE, *Chief*
V. O'REGAN, *Deputy Chief*
I. D. CLUNIE, *Securities Adviser*

Research Department

W. R. WHITE, *Chief*

Department of Monetary and Financial Analysis

C. FREEDMAN, *Chief*
W. E. ALEXANDER, *Deputy Chief*

International Department

J. E. H. CONDER, *Chief*
R. F. S. JARRETT, *Chief, Foreign Exchange Operations*

Department of Banking Operations

R. E. A. ROBERTSON, *Chief*
S. V. SUGGETT, *Adviser, Currency Research*

Public Debt Department

J. M. ANDREWS, *Chief*
J. M. MCCORMACK, *Deputy Chief*

Secretary's Department

T. E. NOËL, *Secretary*
S. L. HARRIS, *Deputy Secretary*

Computer Services Department

G. M. PIKE, *Chief*

Department of Personnel Administration

R. L. FLETT, *Chief*
H. A. D. SCOTT, *Personnel Adviser*

Department of Administrative Services

R. H. OSBORNE, *Chief*
K. W. KAINE, *Deputy Chief*

Comptroller's Department

A. C. LAMB, *Comptroller and Chief Accountant*

Audit Department

J. M. E. MORIN, *Auditor*
M. MUZYKA, *Deputy Auditor*

Regional Representatives and Agencies

Securities Department

TORONTO D. R. CAMERON, *Chief, Toronto Division*
MONTREAL J. CLÉMENT, *Chief, Montreal Division*
VANCOUVER P. E. DEMERSE, *Representative*
EDMONTON A. G. KEITH, *Representative*

International Department

TORONTO D. R. STEPHENSON, *Foreign Exchange Adviser*
MONTREAL G. HOOJA, *Foreign Exchange Officer*

Department of Banking Operations

HALIFAX R. E. BURGESS, *Agent*
SAINT JOHN, N.B. J. HUGHES, *Agent*
MONTREAL R. MARCOTTE, *Agent*
R. DUPONT, *Assistant Agent*
OTTAWA G. H. SMITH, *Agent*
TORONTO P. W. KOPPE, *Agent*
K. T. MCGILL, *Assistant Agent*
WINNIPEG A. H. POTTER, *Agent*
REGINA D. G. SUGGITT, *Agent*
CALGARY H. PROWSE, *Agent*
VANCOUVER D. G. WARNER, *Agent*

Département des Valeurs

TORONTO D. R. CAMERON, *Chef, Bureau de Toronto*
 MONTREAL J. CLEMENT, *Chef, Bureau de Montréal*
 VANCOUVER P. E. DEMERSE, *Représentant*
 EDMONTON A. G. KEITH, *Représentant*

Département des Relations internationales

TORONTO D. R. STEPHENSON, *Cambiste-conseil*
 MONTREAL G. HOOJA, *Cambiste*

Département des Opérations bancaires

HALIFAX R. E. BURGESS, *Agent*
 SAINT-JEAN (N.-B.) J. HUGHES, *Agent*
 MONTREAL R. MARCOTTE, *Agent*
 R. DUPONT, *Agent adjoint*
 OTTAWA G. H. SMITH, *Agent*
 TORONTO P. W. KOPPE, *Agent*
 K. T. MCGILL, *Agent adjoint*
 WINNIPEG A. H. POTTER, *Agent*
 REGINA D. G. SUGGITT, *Agent*
 CALGARY H. PROWSE, *Agent*
 VANCOUVER D. G. WARNER, *Agent*

G. K. BOUEY, Gouverneur

R. W. LAWSON, Premier sous-gouverneur

ALAIN JUBINVILLE, Sous-gouverneur

D. J. R. HUMPHREYS, Sous-gouverneur

JACQUES BUSSETTES, Conseiller

J. W. CROW, Conseiller

SERGE VACHON, Conseiller

J. S. ROBERTS, Conseiller associé

T. E. NOEL, Secrétaire

G. E. FREEMAN, Sous-gouverneur

*B. J. DRABBLE, Sous-gouverneur

J. N. R. WILSON, Conseiller

W. A. MCKAY, Conseiller

G. C. THIESSEN, Conseiller

D. G. M. BENNETT, Conseiller associé

W. CHEVELDAYOFF, Conseiller associé

*Détaché au Fonds monétaire international en qualité d'administrateur

Département des Valeurs

F. FAURE, Chef

V. O'REGAN, Sous-chef

I. D. CLUNIE, Conseiller en valeurs

Département des Recherches

W. R. WHITE, Chef

Département des Études monétaires et financières

C. FREEDMAN, Chef

W. E. ALEXANDER, Sous-chef

Département des Relations internationales

J. E. H. CONDER, Chef

R. F. S. JARRETT, Chef de la Section des opérations sur devises

Département des Opérations bancaires

R. E. A. ROBERTSON, Chef

S. V. SUGGETT, Conseiller, Recherches sur la monnaie

Département de la Dette publique

J. M. ANDREWS, Chef

J. M. MCCORMACK, Sous-chef

Secrétariat

T. E. NOEL, Secrétaire

S. L. HARRIS, Sous-secrétaire

Département d'Informatique

G. M. PIKE, Chef

Direction du Personnel

R. L. FLETT, Chef

H. A. D. SCOTT, Conseiller en personnel

Département des Services administratifs

R. H. OSBORNE, Chef

K. W. KAINE, Sous-chef

Département de Contrôle

A. C. LAMB, Contrôleur et Chef de la comptabilité

Département de la Vérification

J. M. E. MORIN, Vérificateur

M. MUZYKA, Sous-vérificateur

G. K. BOUEY OTTAWA

Gouverneur

Membre du Comité de direction

R. W. LAWSON OTTAWA

Premier sous-gouverneur

Membre du Comité de direction

R. W. CAMPBELL CALGARY (ALBERTA)

W. DODGE OTTAWA (ONTARIO)

S. KANEE WINNIPEG (MANITOBA)

Membre du Comité de direction

S. G. LAKE RAMEA (TERRE-NEUVE)

A. A. LEBOUTHILLIER CARAQUET (NOUVEAU-BRUNSWICK)

J. R. LONGSTAFFE VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)

J. W. E. MINCO, C.R. HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE)

Membre du Comité de direction

J. H. POTTS, C.R. TORONTO (ONTARIO)

Membre du Comité de direction

MME Y. LEFEBVRE-RICHARD MONTRÉAL (QUÉBEC)

D. A. SMITH CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)

J. A. STACK SASKATOON (SASKATCHEWAN)

J. TASCHEREAU QUÉBEC (QUÉBEC)

Membre du Comité de direction

Membre d'office

I. A. STEWART OTTAWA

Sous-ministre des Finances

Membre du Comité de direction

Ces états financiers ont été dressés dans le cadre des conventions comptables énumérées ci-dessous.

a) Forme de présentation:

La présentation de l'état de l'actif et du passif du Canada qui fut révisée en 1980. Pour se conformer à ces révisions, certains chiffres de l'exercice précédent ont été reclassés pour fins de présentation comparative des états financiers.

b) Revenus et dépenses:

Les revenus et dépenses ont été comptabilisés selon la méthode d'exercice.

c) Placements:

Conformément aux prescriptions de la Loi sur la Banque du Canada, ces placements ont été inscrits au prix coûtant ajusté de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces placements ont été imputés aux revenus.

d) Conversion des devises étrangères:

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice.

e) Amortissement des immeubles:

L'amortissement a été inscrit selon la méthode du solde dégressif aux taux annuels suivants:

Bâtiments	5 %
Équipement	20 %

PASSIF

1980	1979	(en milliers de dollars)
Capital versé	\$ 5 000	\$ 5 000
Fonds de réserve	25 000	25 000
Billets en circulation	11 108 020	10 314 754
Dépôts:		
Gouvernement du Canada	58 701	24 799
Banques à charte	5 466 282	4 738 420
Autres dépôts	85 935	107 452
	5 610 918	4 870 671
Passif payable en devises étrangères:		
Gouvernement du Canada	177 647	136 285
Autres	239	233
	177 886	136 518
Chèques de la Banque du Canada non compensés	281 423	297 429
Solde des recouvrements et des paiements en cours de règlement:		
Gouvernement du Canada (montant net)	99 496	38 814
Autres	1 491	54 655
	100 987	93 469
Autres éléments de passif	3 989	2 905
	\$17 313 223	\$15 745 746

Le Gouverneur, G. K. BOUEY
Le Comptable en Chef, A. C. LAMB

Rapport des vérificateurs Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1980 ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues et a comporté par conséquent les sondages et autres procédures que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

A notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1980 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

ROBERT E. L'ABBÉ, C.A.
du cabinet Raymond, Chabot, Martin, Paré & Associés
M. A. MACKENZIE, F.C.A.
of the firm Clarkson Gordon

Ottawa, Canada, le 16 janvier 1981

BANQUE DU CANADA État de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1980
(avec chiffres comparatifs pour 1979)

ACTIF

Dépôts payables en devises étrangères:

Devises américaines

Autres devises

Avances aux banques à charte et banques d'épargne

Placements, à leurs valeurs amorties:

Bons du Trésor du Canada

Autres valeurs mobilières émises ou garanties

par le Canada, échéant dans les trois ans

Autres valeurs mobilières émises ou garanties

par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans

Obligations et débetures émises par la Banque

d'expansion industrielle

Autres placements

Immeubles de la Banque:

Terrains, bâtiments et équipement, au prix coûtant,

moins l'amortissement accumulé

Chèques tirés sur d'autres banques

Intérêts courus sur placements

Autres éléments d'actif

1980	1979
\$ 278 625	\$ 225 398
5 672	5 580
284 297	230 978
16 000	116 900
5 252 434	4 239 985
3 892 522	3 768 421
6 648 736	5 542 889
170 612	344 283
225 340	827 356
16 189 644	14 722 934
76 655	76 567
488 552	384 591
253 205	206 782
4 870	6 994
\$17 313 223	\$15 745 746

(en milliers de dollars)

BANQUE DU CANADA État des revenus et dépenses

De l'exercice terminé le 31 décembre 1980
(avec chiffres comparatifs pour 1979)

	1980	1979
(en milliers de dollars)		
REVENUS		
Revenus de placements et autres revenus après déduction des intérêts de \$5 849 (\$2 975 en 1979) payés sur les dépôts ...	\$1 541 892	\$1 161 133

DÉPENSES

Traitements (incluant les heures supplémentaires) ⁽¹⁾	\$ 31 733	\$ 28 397
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ⁽²⁾	4 954	4 647
Autres frais de personnel ⁽³⁾	1 298	1 621
Honoraires des administrateurs	49	47
Honoraires et frais des vérificateurs	231	200
Impôts municipaux et taxes d'affaires	4 932	4 232
Coût des billets de banque	19 611	18 685
Informatique	3 491	3 013
Entretien des immeubles et de l'équipement - montant net ⁽³⁾	6 542	6 471
Impression des publications	453	470
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	1 275	1 400
Postes et messageries	866	826
Télécommunications	983	913
Déplacements et mutations	1 080	977
Autres dépenses	768	597
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	4 824	4 704
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	1 458 802	1 083 933
	\$1 541 892	\$1 161 133

- (1) Traitements et contributions aux régimes de retraite et d'assurance des employés autres que ceux affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-employées utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 1 956 en 1980 et de 1 883 en 1979.
- (2) Comprend les frais de fonctionnement des catédras, les gratifications de départ à la retraite ainsi que les dépenses au titre de la formation professionnelle et des services médicaux.
- (3) Frais d'entretien des bâtiments (coûts en personnel compris), déduction faite des loyers perçus.
- La classification de certaines dépenses de l'exercice 1979 a été modifiée pour se conformer à la présentation adoptée pour 1980.

- (111) Échéance d'obligations 7 1/2 % émises les 1^{er} juill. 1977, 1^{er} sept. 1977, 15 oct. 1977, 15 déc. 1977 et 1^{er} févr. 1978.
(112) En plus des 175 millions d'obligations 11 1/4 % 15 déc. 1989 déjà en circulation.
(113) En plus des 600 millions d'obligations 11 1/4 % 1^{er} févr. 2003 déjà en circulation.
(114) Annulation des titres suivants : 7,3 millions d'obligations 9 1/2 % 15 juin 1994; 6,4 millions d'obligations 10 % 1^{er} oct. 1995
6 millions d'obligations 9 1/4 % 15 mai 1997; 3,6 millions d'obligations 9 % 15 oct. 1999; 3,1 millions d'obligations 9 1/4 %
15 déc. 2000; 8,1 millions d'obligations 9 1/2 % 1^{er} oct. 2001; 1,5 million d'obligations 8 3/4 % 1^{er} févr. 2002 et 4,5 million
d'obligations 9 1/2 % 1^{er} oct. 2003.
(115) En plus des 800 millions d'obligations 10 % 1^{er} juin 1984 déjà en circulation.
(116) En plus des 200 millions d'obligations 10 % 1^{er} oct. 1989 déjà en circulation.
(117) Échéance d'obligations 11 1/4 % 15 déc. 2002 déjà en circulation.
(118) Échéance d'obligations 5 1/2 % émises les 1^{er} août 1962, 1^{er} févr. 1966, 1^{er} mai 1966 et 1^{er} févr. 1967.
(119) En plus des 325 millions d'obligations 11 1/4 % 15 déc. 1989 déjà en circulation.
(120) En plus des 1 250 millions d'obligations 11 3/4 % 1^{er} févr. 2003 déjà en circulation.
(121) Échéance d'obligations 9 % émises les 1^{er} oct. 1975 et 1^{er} avril 1976.
(122) Titres échangeables au gré du détenteur au plus tard le 29 juin 1984 en obligations 12 1/2 % échéance le 1^{er} oct. 1990 d'un
valeur nominale équivalente; l'exercice de ce droit porte à 12,77 % environ le taux de rendement pour la période allant d
1^{er} oct. 1980 à l'échéance en 1990.
(123) En plus des 450 millions d'obligations 13 % 1^{er} mai 2001 déjà en circulation.
(124) Échéance d'obligations 7 1/2 % émises les 1^{er} déc. 1973 et 1^{er} févr. 1974.
(125) En plus des 500 millions d'obligations 13 % 1^{er} mai 1985 déjà en circulation.
(126) Titres échangeables au gré du détenteur au plus tard le 1^{er} févr. 1985 en obligations 13 % échéance le 1^{er} mai 1990 d'un
valeur nominale équivalente; l'exercice de ce droit porte à 13,04 % environ le taux de rendement pour la période allant d
1^{er} déc. 1980 à l'échéance en 1990.
(127) En plus des 1 300 millions d'obligations 13 % 1^{er} mai 1985 déjà en circulation.
(128) Titres échangeables au gré du détenteur au plus tard le 1^{er} févr. 1985 en obligations 13 % échéance le 1^{er} mai 1990 d'un
valeur nominale équivalente; l'exercice de ce droit porte à 12,95 % environ le taux de rendement pour la période allant d
22 déc. 1980 à l'échéance en 1990.
(129) Annulation de titres garantis détenus par le Fonds de rachat.
(130) Rachat partiel à la valeur nominale des obligations en dollars é.-u. 5 % 15 oct. 1987 effectué par le Fonds d'amortissement.

Date	Désignation	Échéance	Rendement	En millions de dollars, valeur nominale	Remboursements
------	-------------	----------	-----------	---	----------------

1 ^{er} oct.	9 % 1 ^{er} oct. 1980			449 ⁽²¹⁾	
1 ^{er} déc.	12 1/4 % 15 oct. 1982	2 ans 1/2 mois	12,76	150	
	12 1/2 % 1 ^{er} oct. 1984	4 ans	12,99	775 ⁽²²⁾	
	13 % 1 ^{er} mai 2001	20 ans 7 mois	13,28	375 ⁽²³⁾	
	7 1/2 % 1 ^{er} déc. 1980			1 300	
	13 1/4 % 15 déc. 1983	3 ans 1/2 mois	13,45	200	
	13 % 1 ^{er} mai 1985	4 ans 5 mois	13,07	800 ⁽²⁵⁾⁽²⁶⁾	
	13 1/2 % 1 ^{er} déc. 1999	19 ans	13,65	400	
				1 400	
22 déc.	13 % 1 ^{er} mai 1985	4 ans 4 1/2 mois	12,91	500 ⁽²⁷⁾⁽²⁸⁾	
31 déc.	Ensemble des obligations			10 850	6 ⁽²⁹⁾
	Ensemble des bons du Trésor*			53 520	
				48 045	
15 avril	Titres en monnaies étrangères émis par le gouvernement				1 ⁽³⁰⁾
15 octobre	Ensemble des obligations				1 ⁽³⁰⁾

* Comprend les bons du Trésor à 3 mois, à 6 mois et à un an.

Échéance d'obligations 9 % émises le 1^{er} oct. 1975.

(1) Échéance d'obligations 7 1/2 % émises les 1^{er} févr. 1977, 1^{er} avril 1977 et 15 mai 1977.

(2) En plus des 350 millions d'obligations 11 1/2 % 15 déc. 1982 déjà en circulation.

(3) En plus des 125 millions d'obligations 11 1/2 % 15 déc. 1989 déjà en circulation.

(4) En plus des 350 millions d'obligations 11 1/2 % 15 déc. 1984 déjà en circulation.

(5) En plus des 125 millions d'obligations 11 1/2 % 15 déc. 1989 déjà en circulation.

(6) Titres échangeables au gré du détenteur au plus tard le 14 déc. 1984 en obligations 13 3/4 % échéance 15 mars 1990 d'une valeur nominale équivalente; l'exercice de ce droit porte à environ 13,75 % le taux de rendement pour la période allant du 31 mars 1980 jusqu'à l'échéance en 1990.

(7) Échéance d'obligations 6 1/4 % émises les 1^{er} avril 1971 et 1^{er} avril 1975.

(8) Annulation des titres suivants : 9 millions d'obligations 5 1/2 % 1^{er} août 1980; 36,6 millions d'obligations 9 1/2 % 15 juin 1994; 19,1 millions d'obligations 10 % 1^{er} oct. 1995; 30 millions d'obligations 9 1/4 % 15 mai 1997; 18,1 millions d'obligations 9 % 15 oct. 1999; 15,6 millions d'obligations 9 1/4 % 15 déc. 2000; 40,6 millions d'obligations 9 1/2 % 1^{er} oct. 2001; 7,5 millions d'obligations 8 1/2 % 1^{er} févr. 2002 et 22,5 millions d'obligations 9 1/2 % 1^{er} oct. 2003.

(9) En plus des 150 millions d'obligations 13 1/4 % 15 mars 1983 déjà en circulation.

(10) Titres échangeables au gré du détenteur au plus tard le 1^{er} févr. 1985 en obligations 13 % échéance le 1^{er} mai 1990 d'une valeur nominale équivalente; l'exercice de ce droit porte à 13,09 % environ le taux de rendement pour la période allant du 1^{er} mai 1980 à l'échéance en 1990.

ANNEXE TABLEAU IV

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien* : émissions et remboursements

Date	Designation	Échéance	Rendement	En millions de dollars, valeur nominale	Remboursement
------	-------------	----------	-----------	---	---------------

Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement

1 ^{er} févr.	9 % 1 ^{er} févr. 1980				344 (1)
	7 1/2 % 1 ^{er} févr. 1980				600 (2)
31 mars	11 3/4 % 15 déc. 1982	2 ans 10 1/2 mois	12,27	600 (3)	
	11 1/2 % 15 déc. 1984	4 ans 10 1/2 mois	11,91	350 (4)	
	11 1/4 % 15 déc. 1989	9 ans 10 1/2 mois	11,86	50 (5)	
	11 3/4 % 1 ^{er} févr. 2003	23 ans	12,07	600	
	13 3/4 % 15 mars 1983	2 ans 11 1/2 mois	13,96	150	
	13 3/4 % 15 mars 1985	4 ans 11 1/2 mois	13,75	850 (6)	
	13 3/4 % 15 mars 2000	19 ans 11 1/2 mois	13,86	250	
1 ^{er} avril	6 1/4 % 1 ^{er} avril 1980			1 250	450 (7)
1 ^{er} mai	13 3/4 % 15 mars 1983	2 ans 10 1/2 mois	13,75	150 (8)	450 (8)
	13 % 1 ^{er} mai 1985	5 ans	13,14	500 (10)	199 (8)
	13 % 1 ^{er} mai 2001	21 ans	13,14	450	
1 ^{er} juin	7 1/2 % 1 ^{er} juin 1980			1 100	475 (11)
	11 1/4 % 15 mars 1983	2 ans 9 1/2 mois	11,49	400	
	11 1/4 % 1 ^{er} juill. 1985	5 ans 1 mois	11,51	450	
	11 1/4 % 15 déc. 1989	9 ans 6 1/2 mois	11,69	150 (12)	
	11 3/4 % 1 ^{er} févr. 2003	22 ans 8 mois	12,00	650 (13)	
26 juin					41 (14)
1 ^{er} juill.	10 % 1 ^{er} juin 1984	3 ans 11 mois	10,19	275 (15)	
	10 1/2 % 1 ^{er} oct. 1989	9 ans 3 mois	10,80	150 (16)	
	11 1/4 % 15 déc. 2002	22 ans 5 1/2 mois	11,31	475 (17)	
1 ^{er} août	5 1/2 % 1 ^{er} août 1980			900	267 (18)
	10 1/2 % 1 ^{er} févr. 1983	2 ans 6 mois	10,50	250	
	10 3/4 % 1 ^{er} oct. 1985	5 ans 2 mois	10,87	325	
	11 1/4 % 15 déc. 1989	9 ans 4 1/2 mois	11,29	125 (19)	
	11 3/4 % 1 ^{er} févr. 2003	22 ans 6 mois	11,81	450 (20)	
				1 150	

[illegible]

ANNEXE TABLEAU III

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes d'achat (+) et de vente (-) avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques	Bons du Trésor	Obligations ⁽¹⁾				Acceptations bancaires ⁽²⁾	Ensemble des postes précédents	Titres pris en pension
		3 ans ou moins	3 à 5 ans	5 à 10 ans	Plus de 10 ans			

1980	Janvier	+ 53,0	-	-	-	-	+ 53,0	+ 30,0
	Février	+ 408,7	+ 32,9	-	-	-	+ 441,6	- 30,0
	Mars	- 324,1	-	-	-	-	- 324,1	+ 214,9
	Avril	- 1 253,4	- 82,9	-	-	-	- 1 336,3	- 36,3
	Mai	- 97,9	- 22,0	- 276,0	-	-	- 395,9	- 92,9
	Juin	+ 612,7	-	-	-	-	+ 612,7	- 55,7
	Juillet	+ 337,0	-	-	-	-	+ 337,0	+ 286,6
	Août	+ 51,0	-	-	-	-	+ 51,0	- 316,6
	Septembre	- 82,0	-	-	-	-	- 82,0	-
	Octobre	- 988,4	-	-	-	-	- 988,4	-
	Novembre	- 624,0	-	-	-	-	- 624,0	-
	Décembre	+ 120,5	-	-	-	-	+ 120,5	+ 120,5
1981	Total	- 1 786,9	- 72,0	- 276,0	-	-	- 2 134,9	+ 120,5
	Janvier	- 1 049,0	-	-	-	-	- 1 049,0	- 92,9

(1) Ventilation d'après le nombre d'années à courtir, à compter de la date de l'opération.
(2) Y compris les acceptations bancaires arrivées à échéance.

435	0,037	2	8	17,8	106,8
409	0,029	1	11	0,4	147,4
600	0,046	1	9	0,4	98,7
552	0,047	-	2	-	2,5
567	0,048	1	3	6,4	27,8
567	0,044	1	5	6,4	79,1
459	0,038	1	5	7,0	34,9
367	0,028	1	10	0,8	173,8
89	0,007	2	8	48,1	175,3
292	0,025	4	9	47,8	202,5
460	0,037	2	10	21,2	276,1
559	0,041	1	11	1,7	189,2
657	0,052	3	8	6,7	225,0
329	0,022	1	10	0,8	258,4
544	0,039	-	5	-	59,1
626	0,049	-	6	-	48,7
603	0,048	-	4	-	51,9
711	0,051	1	3	1,4	22,0
533	0,042	2	3	2,4	12,6
400	0,092	-	8	-	142,7
441	0,038	1	1	4,6	4,3
364	0,028	1	4	5,0	56,2
452	0,032	6	8	23,1	70,8
865	0,067	7	10	61,0	172,5
329	0,025	2	9	31,1	154,7
602	0,042	2	10	13,6	192,5
843	0,061	-	6	-	97,7

Réserves-encaisse excédentaires		Encours des avances aux banques à charte et des pensions	
Montant	Coefficient moyen	Encours des avances	Pensions
cumulé des excédents pour la période	des réserves excédentaires	Nombre de jours	Encours moyen ⁽²⁾
		Avances	Pensions

Réserves-encaisse des banques à charte

En millions de dollars, sauf indication contraire

Montant minimum requis: Total	Moyenne des avoirs en billets de la Banque du Canada ⁽¹⁾	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables de la période
1980				
Janvier	6 127	1 451	4 676	4 720
1-15				10
16-31				12
Février	6 198	1 689	4 509	4 563
1-15				11
16-29				10
Mars	6 090	1 423	4 667	4 724
1-15				10
16-31				11
Avril	6 196	1 388	4 808	4 854
1-15				10
16-30				11
Mai	6 224	1 402	4 822	4 830
1-15				11
16-31				10
Juin	6 446	1 407	5 039	5 085
1-15				10
16-30				11
Juillet	6 426	1 511	4 915	4 981
1-15				10
16-31				12
Août	6 562	1 512	5 050	5 100
1-15				11
16-31				10
Septembre	6 575	1 534	5 041	5 102
1-15				10
16-30				11
Octobre	6 614	1 545	5 069	5 123
1-15				10
16-31				12
Novembre	6 839	1 550	5 290	5 339
1-15				9
16-30				10
Décembre	6 869	1 572	5 297	5 338
1-15				11
16-31				10
1981				
Janvier*	7 041	1 555	5 486	5 519
1-15				10
16-31				11
Février*	7 092	1 819	5 273	5 357
1-15				10

* Chiffres provisoires.

(1) Le chiffre de février 1981 comprend le montant moyen des pièces de monnaie, comme le prévoit la Loi sur les banques depuis la révision de 1980.

(2) Pour obtenir les chiffres de ces deux colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques et des prises en pension effectuées avec les négociants du marché monétaire au cours de chaque période par le nombre de jours ouvrables compris dans la période.

Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles - En millions de dollars

Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs en monnaies étrangères	Titres de la Banque d'expansion industrielle (net)	Autres éléments de l'actif	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens à charte Banques Gouvernement Autres												
1980	Janvier	- 431	- 516	- 42	+ 73	- 931	+ 47	- 12	+ 1	- 2	- 82	- 205	-	- 137	- 93	- 330	- 20
	Février	- 82	-	-	- 137	-	-	-	+ 1	- 2	-	-	-	- 137	- 93	- 330	- 20
	Mars	+ 1 262	- 110	-	+ 374	+ 37	+ 525	+ 964	-	-	+ 1 262	- 110	-	+ 374	+ 37	+ 525	+ 964
	Avril	- 1 283	+ 1 015	- 46	- 587	+ 160	- 184	- 964	-	-	- 1 283	+ 1 015	- 46	- 587	+ 160	- 184	- 964
	Mai	+ 35	+ 138	-	+ 616	+ 245	+ 564	+ 11	- 31	- 40	+ 35	+ 138	-	+ 616	+ 245	+ 564	+ 11
	Juin	+ 1 076	- 539	-	- 620	+ 212	- 243	- 12	- 40	+ 20	+ 1 076	- 539	-	- 620	+ 212	- 243	- 12
	Juillet	+ 663	- 548	- 39	- 85	+ 124	- 151	- 2	+ 20	-	+ 663	- 548	- 39	- 85	+ 124	- 151	- 2
	Août	+ 489	- 55	-	- 176	+ 29	+ 81	+ 160	- 12	-	+ 489	- 55	-	- 176	+ 29	+ 81	+ 160
	Septembre	- 333	+ 45	-	+ 287	+ 29	+ 127	- 159	+ 2	-	- 333	+ 45	-	+ 287	+ 29	+ 127	- 159
	Octobre	- 182	+ 287	- 47	- 53	- 13	- 33	+ 32	+ 19	-	- 182	+ 287	- 47	- 53	- 13	- 33	+ 32
	Novembre	+ 56	+ 437	-	+ 53	+ 84	+ 495	- 8	- 25	-	+ 56	+ 437	-	+ 53	+ 84	+ 495	- 8
	Décembre	+ 971	- 539	-	+ 311	+ 910	- 171	+ 24	- 20	-	+ 971	- 539	-	+ 311	+ 910	- 171	+ 24
Total		+ 2 241	- 590	- 174	+ 56	+ 793	+ 727	+ 35	- 22	-	+ 2 241	- 590	- 174	+ 56	+ 793	+ 727	+ 35
1981	Janvier	- 920	- 221	- 39	+ 180	- 1 077	+ 17	+ 65	- 5	-	- 920	- 221	- 39	+ 180	- 1 077	+ 17	+ 65

Tableaux en annexe

de change subissait des pressions considérables à la hausse ou à la baisse, — ce qui s'est produit plusieurs fois pendant l'année — le Fonds des changes a effectué des ventes et des achats importants de devises étrangères. Ces opérations se sont traduites par de fortes variations des réserves officielles.

L'utilisation de la ligne de crédit renouvelable de 2,5 milliards de dollars É.-U. ouverte au nom du gouvernement par les banques canadiennes et de celle de 3 milliards de dollars É.-U. ouverte par un consortium de banques étrangères a aussi fortement influencé le niveau des réserves officielles. Les 300 millions de dollars É.-U. qui restaient à rembourser à la fin de 1979 sur la ligne de crédit des banques canadiennes l'ont été en janvier. Comme le taux de change subissait des pressions à la baisse, le produit de deux tirages de 300 millions de dollars É.-U. sur cette ligne de crédit — l'un en mars, l'autre en avril — a servi à accroître les réserves officielles du Canada. Ces montants ont été remboursés en mai et en juin. En décembre, le gouvernement a tiré 600 millions de dollars É.-U. sur sa ligne de crédit auprès des banques canadiennes et 300 millions de dollars É.-U. sur sa ligne de crédit auprès du consortium des banques étrangères. Le tirage de 600 millions de dollars É.-U. a été remboursé en janvier 1981, de sorte qu'à cette date il restait un solde de 300 millions de dollars É.-U. sur la ligne de crédit totale de 5,2 milliards de dollars É.-U. qui pouvait être utilisée au besoin.

En décembre 1979, le ministre des Finances a annoncé que le gouvernement vendrait à la Monnaie royale canadienne et sur le marché jusqu'à un million d'onces d'or provenant de ses réserves officielles; en août, il a autorisé la vente d'un million supplémentaire d'onces d'or. Au cours de 1980, la Banque du Canada a, en sa qualité de responsable de ce programme, vendu 1,2 million d'onces d'or fin, réduisant les réserves officielles d'or du pays à 21 millions d'onces d'or fin. Par suite des ventes d'or faites en 1980, les réserves officielles d'or — dont la valeur comptable est de 35 DTS l'once (équivalent à 44,64 dollars É.-U. au

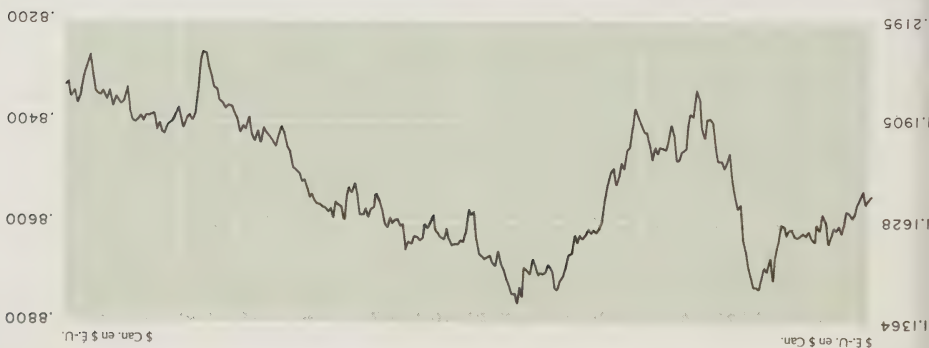
31 décembre 1980) — ont diminué de 54,6 millions de dollars É.-U. pendant l'année. Les recettes en dollars É.-U. résultant de ces ventes se sont ajoutées au cours de l'année aux réserves officielles de devises étrangères.

En janvier 1980, 141,1 millions de droits de tirage spéciaux (équivalent à 186,5 millions de dollars É.-U.) sont venus s'ajouter aux réserves officielles du Canada. Ce montant représentait la deuxième des trois allocations annuelles de DTS que le FMI accordait à ses membres en vertu d'un programme arrêté en décembre 1978. Le troisième Canada a reçu à cette occasion 138,4 millions de DTS (équivalent à 176,6 millions de dollars É.-U.). De plus, l'augmentation des quote-parts de la Septième révision générale des quote-parts dont avaient convenu les membres du FMI en décembre 1978 est entrée en vigueur en décembre 1980. La quote-part du Canada a ainsi été majorée de 678,5 millions et portée à 2 035,5 millions de DTS. Conformément aux statuts du Fonds, le Canada a versé 25 % de l'augmentation de sa quote-part sous forme de DTS, soit 169,6 millions de DTS. Ce versement a diminué les avoirs en DTS du Fonds des changes mais comme la position de réserve du Canada auprès du FMI a été augmentée d'autant, le total des réserves internationales est demeuré inchangé. Le Canada a réglé le solde dû au titre de l'augmentation de sa quote-part en émettant en faveur du FMI des billets libellés en dollars canadiens et non productifs d'intérêt. L'augmentation de la quote-part du Canada au FMI se traduit à la fois par un accroissement du montant que le Canada pourrait emprunter au FMI en cas de besoin et du montant de devises que le Canada pourrait être appelé, dans certaines circonstances, à avancer au FMI pour lui permettre de venir en aide aux pays membres qui ont des problèmes de balance de paiements.

Les réserves officielles de liquidités internationales du Canada s'élevaient à 3 886,9 millions de dollars É.-U. à la fin de 1979, à 4 029,6 millions à la fin de 1980 et à 3 436,0 millions à la fin de janvier 1981.

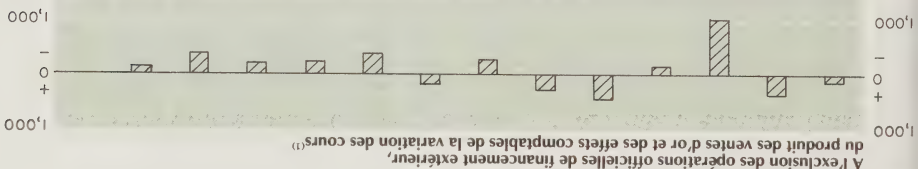
Taux de change

Cours de clôture du comptant, données journalières



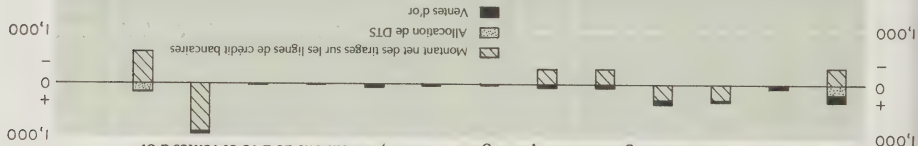
Variation des réserves officielles

Millions de dollars E.-U., données mensuelles

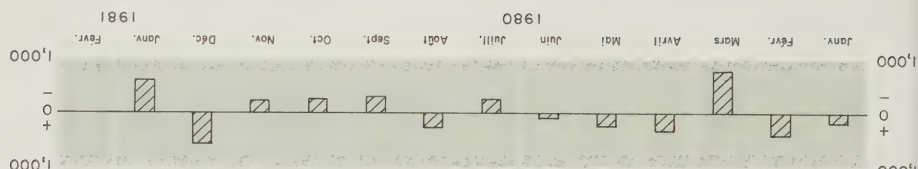


⁽¹⁾ La valeur en dollars E.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le taux de change du dollar E.-U. faiblit par rapport au DTS et elle diminue dans le cas contraire.

Financement en monnaies étrangères obtenu par le gouvernement, allocations de DTS et ventes d'or



Variation nette de l'ensemble des réserves



Les données du taux de change vont jusqu'au 26 février 1981, celles des réserves officielles au mois de janvier 1981.

catégorie de dépôts se répartissent sur les agrégats monétaires au sens large. Aussi les modifications des flux de crédit survenues en 1980 entre les différents circuits de financement ont-elles eu une forte incidence sur l'évolution de ces agrégats de même que sur celle des prêts bancaires. Mais l'agrégat monétaire au sens étroit, c'est-à-dire la vue (M1), que la Banque utilise pour fixer ses objectifs en matière d'expansion monétaire reste à l'abri des effets qu'ont de tels déplacements de fonds d'un circuit de financement à un autre.

En dépit de leur instabilité, les taux d'intérêt à court terme se sont maintenus en 1980 à un niveau moyen qui est demeuré, d'une façon générale, compatible avec la fourchette-cible de 5 à 9 % que la Banque avait assignée à la croissance de M1. Toutefois, les variations des taux d'intérêt à court terme ont occasionné des fluctuations de M1 à l'intérieur du ruban et ont amené M1 à glisser, pendant un moment au cours de l'été, au-dessous du ruban-cible.

La nouvelle fourchette-cible de M1 annoncée en février 1981 vise un taux d'expansion monétaire qui se situe entre 4 et 8 %, calculé par rapport au niveau moyen de M1 pendant la période de trois mois centrée sur septembre 1980. La Banque a choisi cette période comme base du calcul de la nouvelle fourchette-cible pour tenir compte de certaines modifications apportées récemment aux pratiques bancaires et susceptibles d'inciter les clients des banques à réduire le solde de leurs dépôts à vue. La principale de ces modifications a été la création des comptes d'épargne à intérêt quotidien à la fin de 1979. Une faible partie de la croissance que ces comptes ont connue s'est produite aux dépens des comptes de chèques personnels compris dans M1. La nouvelle base est légèrement moins élevée que le point médian de l'ancienne fourchette, ce qui reflète l'ajustement à la baisse que le niveau de M1 a subi, par suite de ces transformations d'ordre institutionnel.

Dans la pratique, la Banque continue de considérer sa fourchette-cible comme un ruban dont les bords se situent à 2 % au-dessus et à 2 % au-dessous de l'ordre institutionnel.

En 1980, l'encours – à la valeur nominale – des bons du Trésor et des obligations négociables du gouvernement libellés en dollars canadiens a augmenté de 12,7 milliards de dollars tandis que celui des obligations d'épargne du Canada a baissé de 1,3 milliard de dollars. Le montant net du financement obtenu au Canada s'élevait donc à 11,4 milliards de dollars alors que les besoins de trésorerie n'étaient que de 9,7 milliards. Les dépôts en dollars canadiens du gouvernement ont ainsi augmenté de 1,7 milliard et, à la fin de l'année, ils se chiffraient à 4,2 milliards.

L'encours des bons du Trésor s'est accru de 5,5 milliards de dollars en 1980. De ce montant, 4,1 milliards ont été obtenus par voie d'augmentation de l'encours des bons à 3 mois et à 6 mois à l'occasion des adjudications hebdomadaires. Le reste, soit 1,4 milliard de dollars, a été obtenu de la même façon à l'occasion des adjudications de bons à un an, qui se tiennent toutes les quatre semaines. En outre, les recettes provenant d'une émission de bons du Trésor à 14 jours d'une valeur de 300 millions de dollars ont servi à augmenter les dépôts du gouvernement au début de novembre, lorsque les sorties de fonds liées aux remboursements d'obligations d'épargne du Canada ont temporairement excédé les entrées découlant de la vente de ces obligations. Le montant des bons du Trésor détenus hors du secteur bancaire se chiffrait en fin de période à 7,8 milliards de dollars, par suite d'un accroissement de 3,6 milliards. Ce montant représente environ les deux tiers de l'augmentation de l'encours des bons.

L'encours – à la valeur nominale – des obligations –

La gestion de la dette publique

fourchette-cible en janvier 1981.



Données désaisonnalisées
Masses monétaire et fourchettes de croissance visées

deuxième trimestre, les emprunteurs ont eu davantage recours aux crédits à court terme. L'utilisation de sources différentes de crédit à court terme a cependant donné lieu à des mouvements compensatoires d'une ampleur assez spectaculaire. Des variations exceptionnellement fortes de l'écart entre le taux de base des prêts bancaires et les taux du papier commercial et des acceptations bancaires (qui sont illustrées au graphique de la page précédente) ont entraîné une hausse rapide des prêts bancaires au deuxième trimestre ainsi qu'en décembre et dans les premières semaines de 1981. À ces moments-là, étaient relativement élevés par rapport aux taux de base des prêts bancaires, les grosses sociétés ont

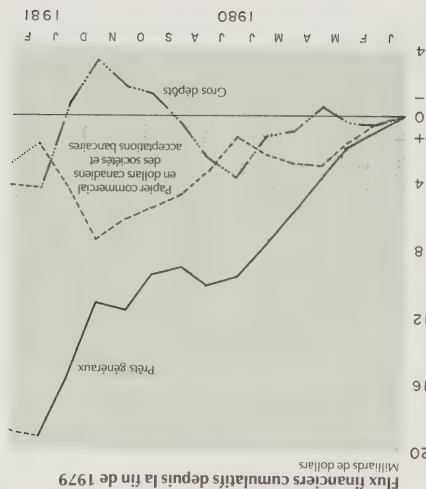
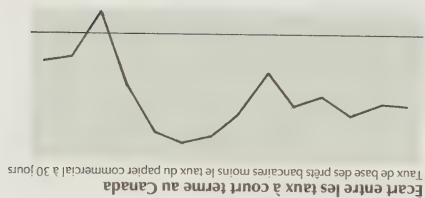
préféré ne pas renouveler une forte proportion de leur papier commercial et de leurs acceptations bancaires arrivant à échéance mais subvenir plutôt à leurs besoins de financement en tirant sur leurs lignes de crédit bancaire. L'inverse s'est produit à la fin de l'été et à l'automne lorsque l'écart entre ces taux s'est renversé et a atteint une ampleur sans précédent. Il a ainsi plus que jamais incité les sociétés à recourir aux acceptations bancaires et au papier commercial.

Pour faire face aux emprunts et aux remboursements auxquels cette situation a donné lieu, les banques ont dû faire varier d'autant leurs passifs-dépôts. Pour ce faire, les banques ont surtout modifié les taux qu'elles offraient sur les gros dépôts à terme. Les fluctuations de cette

	Fin de 1979	Printemps 1980 (sommets)	Été 1980 (creux)	Décembre 1980 (sommets)	*Taux représentatifs.
Taux de base des hypothécaires	15,00	17,50	12,25	18,25	
Taux des prêts hypothécaires à 5 ans*	13,25	17,50	13,00	15,75	
Taux des dépôts d'épargne sans droit de tirage par chèque	12,00	13,25	9,25	13,00	
Taux des dépôts à 5 ans des particuliers dans les sociétés de fiduciaire ou de prêt hypothécaire*	11,25	14,25	11,00	13,25	

autre. Mise à part la multiplication des émissions d'obligations consécutive à la baisse du taux de rendement des obligations à long terme au

ment des obligations à long terme du gouvernement canadien est passée de 1 3/4 % à près de 14 %. Le brusque ralentissement de l'économie nord-américaine au cours du deuxième trimestre de même que l'attente d'une diminution imminente des taux d'intérêt à court terme ont suscité au printemps une très forte demande d'obligations, et les taux de rendement ont diminué de façon aussi rapide et aussi prononcée qu'ils avaient augmenté auparavant. Pendant le reste de l'année, la tendance est demeurée à la hausse, mais les fluctuations de courte durée ont été très fréquentes. Les institutions financières qui avaient par le passé financé une partie de leurs prêts à terme fixe et de leurs achats de titres au moyen de dépôts à préavis ou à court terme ont vu s'amenuiser l'écart entre les coûts et les revenus d'intérêt au moment où les taux d'intérêt à court terme accusaient des hausses brutales. Pour corriger la situation ainsi créée, elles ont eu tendance à accroître davantage leur marge bénéficiaire sur les nouvelles transactions. Le Tableau ci-dessus récapitule les variations du taux d'escompte et celles de certains taux d'épargne ou d'obligations pratiqués par les banques et par les autres institutions financières. En 1980, les fluctuations des taux d'intérêt ont aussi influé sur le profil des flux de crédit au Canada. L'instabilité affichée par les marchés financiers au cours de l'année a parfois perturbé un certain nombre de rapports traditionnels qui existent entre les divers taux d'intérêt sur les marchés financiers canadiens et amené les emprunteurs à passer d'une source de crédit à une



Taux de rendement des titres à long terme du gouvernement⁽¹⁾



forte instabilité des taux d'intérêt, de mettre en place un régime de taux d'escompte flottant en vertu duquel le taux d'escompte se situe à $\frac{1}{4}$ de point au-dessus du taux moyen pratiqué chaque jeudi à l'adjudication des bons du Trésor à 91 jours. Ce régime donne à la Banque la possibilité de réagir avec plus de souplesse aux changements soudains qui surviennent sur les marchés financiers. La Banque continue d'utiliser les techniques dont elle se servait auparavant pour modifier le comportement des taux à court terme. Le principal moyen qu'utilise la Banque à cette fin est le contrôle du montant des réserves-encaisse mises à la disposition du système bancaire. Dans la mesure où la Banque effectue des opérations sur le marché secondaire des bons du Trésor et participe aux adjudications hebdomadaires, elle influe directement sur le taux de rendement de ces titres. Pour mieux influencer l'évolution des taux à court terme, la Banque du Canada a parfois pris

Autres aspects de l'évolution financière

Les taux de rendement des obligations à long terme ont enregistré en 1980 des variations particulièrement fortes et rapides. La hausse la plus prononcée s'est produite au tout début de l'année après l'annonce de nouvelles hausses du prix du pétrole, après les événements politiques et militaires survenus en Iran et en Afghanistan et après que la dépense se fut maintenue, contre toute attente, à des niveaux très élevés aux États-Unis. Au cours de cette période, le taux de rende-

leurs sous-jacents dans l'un et l'autre pays, le taux du papier vendu sur le marché était encore de 2 points moins élevé au Canada qu'aux États-Unis, et le taux de base des prêts bancaires de 2½ points moins élevé.

Après avoir atteint un sommet à la mi-avril, les taux américains à court terme ont enregistré en l'espace de six semaines une chute brutale, de l'ordre de 10 points, et cela a complètement renversé la situation qui existait pendant la seconde moitié de février et le mois de mars. La Banque s'est efforcée de freiner la forte tendance à la baisse qui se manifestait au Canada, et l'écart entre le loyer de l'argent aux États-Unis et au Canada s'est renversé en faveur des taux canadiens vers la fin d'avril, atteignant en moyenne 4 points en mai et juin. L'existence d'un tel écart ainsi que la publication de statistiques indiquant une amélioration de la balance commerciale canadienne et l'atténuation de certaines incertitudes d'ordre politique au lendemain du référendum tenu au Québec ont permis au cours du dollar canadien de se raffermir et de passer d'un creux de \$-U. 0,834 au début d'avril à \$-U. 0,8767 au début de juillet, soit le sommet de 1980.

Alors que pendant tout l'été les taux d'intérêt canadiens ont continué de fléchir, les taux pratiqués aux États-Unis sont demeurés stables. Les écarts ont donc repris des proportions plus normales, et le cours du dollar canadien s'est replié graduellement. En fin de compte, les taux à court terme canadiens ont enregistré une baisse de plus de 6 points par rapport au sommet du printemps, et le taux du papier commercial s'est stabilisé aux alentours de 10 %, tandis que le taux de base des prêts bancaires s'établissait à environ 12¼ %.

Vers la fin de l'été, les taux d'intérêt ont recommencé à grimper aux États-Unis par suite d'une reprise d'une vigueur inattendue de l'économie et d'une recrudescence soudaine de l'inflation. Cette hausse des taux du court terme s'est accélérée pendant tout l'automne, et les sommes du printemps ont été dépassées en décembre. Le papier commercial devait ainsi atteindre une cote de plus de 21 %, tandis que le taux de base de la plupart des grandes banques s'élevait à 21½ %. Comme elle l'avait fait précédemment, la Banque du Canada a pris des dispositions pour modérer les pressions à la hausse que cette évolution exerçait sur les taux à court terme au Canada; ainsi, ces taux ont d'abord augmenté beaucoup plus lentement ici qu'aux États-Unis, et l'écart est redevenu favorable aux placements en dollars \$-U. Cet écart s'est creusé jusqu'à la fin de novembre, moment où le taux du papier commercial et le taux de base des prêts bancaires aux États-Unis dépassaient d'environ 4 points les taux canadiens comparables. Dans ce contexte, le taux de change est tombé au-dessous de \$-U. 0,84 à la fin de novembre et a touché, le 16 décembre, son point le plus bas de l'année, soit \$-U. 0,8249.

Étant donné les pressions qui s'exerçaient sur le taux de change et la vigueur imprévue des indicateurs de l'expansion monétaire et de la croissance de la dépense globale, la Banque du Canada a pris des mesures à la fin novembre afin d'accélérer la hausse des taux d'intérêt canadiens et de réduire ainsi l'écart en faveur des placements en dollars \$-U. En décembre, les taux du marché à court terme ont fortement augmenté et ont dépassé les 18 %, tandis que le taux de base des prêts bancaires atteignait 18¼ %. Néanmoins, ces taux étaient encore d'environ 3 points moins élevés que les sommes atteints aux États-Unis par les taux comparables.

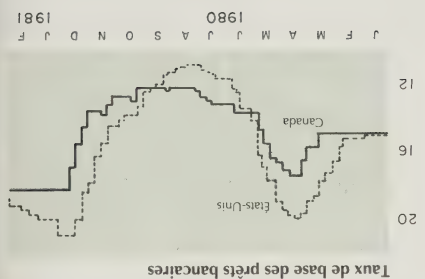
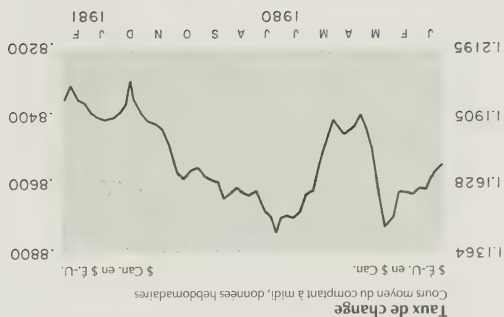
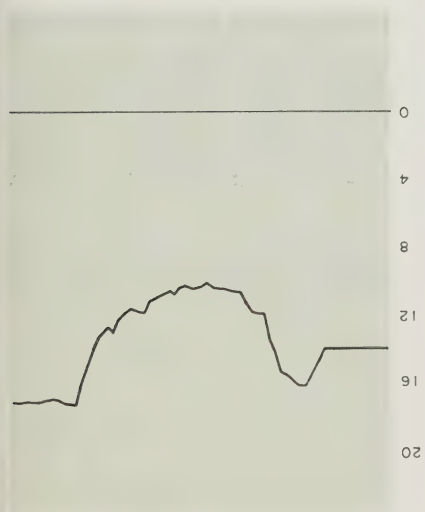
L'écart entre les taux à court terme est devenu favorable aux placements en dollars canadiens à la fin de décembre et au cours des premières semaines de 1981, les taux américains ayant fléchi pendant que les taux canadiens restaient relativement stables. Le dollar canadien cotait à fléchi de nouveau jusqu'à un plancher de \$-U. 0,8377 à la fin de l'année, mais en février il a fléchi de nouveau pour remonter, vers la fin du mois, à \$-U. 0,8269 pour remonter, vers la fin du mois, à environ \$-U. 0,8340.

Comme il a déjà été mentionné dans la première partie du Rapport, la Banque du Canada a jugé qu'il était préférable, dans cette conjoncture de

Taux d'intérêt et taux de change

Taux du papier commercial de premier
choix à 30 jours

Taux officiel d'escompte

Écart, sans couverture
des risques de change

Cette partie du Rapport a pour objet d'examiner d'intérêt et du taux de change qui se sont produites en 1980 et de montrer l'incidence que l'évolution des taux d'intérêt a eue sur les divers agrégats monétaires et les diverses variables du crédit. Le lecteur y trouvera aussi un examen des opérations que la Banque a effectuées dans le cadre de la politique monétaire et celles qu'elle a exécutées en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien responsable de la gestion de la dette publique et du Fonds des changes.

Les taux d'intérêt à court terme, le taux de change et la politique monétaire

En 1980, les marchés financiers canadiens ont dû faire face la plupart du temps à une conjoncture internationale caractérisée par une forte instabilité, et particulièrement, par les fluctuations sans précédent des taux d'intérêt aux États-Unis. Comme on l'a vu dans la première partie du Rapport, la Banque du Canada a cherché à réduire l'ampleur des fluctuations des taux d'intérêt canadiens à court terme par rapport aux fluctuations des taux américains, de sorte que l'incidence des variations observées aux États-Unis s'est fait sentir en partie sur les taux d'intérêt canadiens et en partie sur le cours du dollar canadien. Même si l'on fait abstraction des problèmes suscités par les variations des taux américains, il reste que le rythme très rapide de l'expansion monétaire au Canada dans la seconde moitié de l'année exigeait un relèvement substantiel des taux d'intérêt à court terme au pays.

Au cours de l'année, les taux d'intérêt à court terme ont connu trois périodes de changement marqué : ils ont d'abord grimpé pour atteindre un sommet en avril, puis ils ont accusé une baisse sensible, qui s'est poursuivie pendant l'été; enfin, au début de l'automne, ils se sont remis à monter et, à la fin de l'année, ils avaient dépassé le même niveau qu'ils avaient atteint au printemps. Les fluctuations des taux d'intérêt en 1980 n'ayant pas eu la même ampleur au Canada qu'aux États-Unis et ne s'étant pas produites simultanément des deux côtés de la frontière, elles ont entraîné des renversements très marqués des écarts entre les taux pratiqués dans les deux pays, lesquels ont grandement influencé le cours du dollar canadien pendant l'année.

Dans les premiers mois de 1980, les taux d'intérêt à court terme ont grimpé aux États-Unis, passant d'environ 13 1/2 % au début de l'année à plus de 18 % à la mi-avril. La Banque a d'abord opposé une résistance à cette hausse des taux d'intérêt canadiens. L'effet qu'avait sur le cours du dollar canadien l'accroissement de l'écart favorable aux placements en dollars é.-u. a été pendant un certain temps compensé par les fortes entrées de capitaux étrangers au Canada. Ces mouvements de capitaux étaient dus principalement à la confiance que les investisseurs témoignaient à l'égard de la rentabilité à long terme des sociétés du secteur énergétique canadien et ont engendré au cours de la seconde quinzaine de février une appréciation notable du taux de change. Cependant, à mesure que ces entrées de fonds diminuaient, l'écart de presque 4 points entre les taux d'intérêt à court terme des deux pays a eu pour conséquence d'affaiblir le dollar canadien, dont le cours par rapport à la devise américaine est tombé de \$é.-u. 0,8757 au début de mars à \$é.-u. 0,8334 un mois plus tard. La Banque a réagi à cet état de choses en laissant les taux d'intérêt augmenter au Canada. À la mi-avril, ces taux étaient passés d'un peu moins de 14 % à plus de 16 %; quant aux banques à charte canadiennes, elles avaient relevé leur taux de base de 15 à 17 1/2 %. L'amenaisement de l'écart favorable aux placements en dollars é.-u. a contribué à stopper la dépréciation du dollar canadien. Néanmoins, même lorsque les taux à court terme ont atteint

marchés étrangers 2,5 milliards de dollars en 1978 et 1,6 milliard au début de 1979. Il n'a pas eu recours à ces marchés en 1980. Les emprunts des municipalités, des provinces et de leurs entreprises sur les marchés obligataires étrangers, ainsi que leurs recours aux crédits consortiaux, ont également diminué en 1980, mais cette baisse a été en grande partie compensée par un accroissement des emprunts des sociétés de capitaux au titre des investissements directs ont augmenté à cause de l'acquisition par des Canadiens d'avoirs canadiens précédemment détenus par des non-résidents et à cause de la progression des investissements directs des Canadiens à l'étranger.

L'ensemble de la balance courante et de la balance des capitaux à long terme, souvent appelée la «balance de base», s'est solde, selon les dernières estimations, par un déficit de moins de 0,25 milliard de dollars en 1980, ce qui contraste de façon marquée avec les déficits de 2,3 milliards et de 1,7 milliard enregistrés les deux

années précédentes en dépit des gros emprunts à long terme contractés à l'étranger par le gouvernement fédéral. Toutefois, les taux d'intérêt au Canada de 1979 à 1980 que les taux d'intérêt des titres comparables libellés en dollars £.-U.; de fait, les taux d'intérêt de certains titres canadiens ont été en moyenne inférieurs aux taux de rendement des titres de cette catégorie libellés en monnaie américaine. Les investissements à court terme canadiens se sont donc révélés moins attractifs, ce qui semble avoir neutralisé l'effet positif sur le cours du dollar canadien des autres facteurs déjà mentionnés. En conséquence, le taux de change moyen du dollar canadien a été sensiblement le même en 1979 et en 1980. Il a néanmoins considérablement fluctué au cours de l'année, à cause surtout des variations de l'écart entre les taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada et aux États-Unis. Cette question fait l'objet d'un examen plus détaillé dans la partie suivante du Rapport.

Notre balance des invisibles a elle aussi été grandement favorisée par l'évolution des prix relatifs. Le déficit au poste des voyages s'est considérablement amoindri en 1979, année où il n'a guère varié en 1980. Par contre, le déficit des autres postes de la balance des invisibles, tels que les paiements nets d'intérêts et de dividendes, s'est creusé davantage. D'après les dernières estimations, le déficit global des services et transferts se serait accru d'environ 0,4 milliard de dollars en 1980, presque autant qu'en 1979. Ainsi, l'augmentation de l'excédent de la balance commerciale s'est traduite par une contraction presque équivalente du déficit de la balance courante. Ce déficit, qui avait été de 5 milliards de dollars au cours de chacune des deux années précédentes, est tombé à 1,5 milliard en 1980. Exprimé en proportion du PNB, le déficit de la balance courante est tombé à 0,5 % en 1980, comparativement à 2 % ou plus au cours des cinq années précédentes.

Au chapitre des mouvements de capitaux, on a observé un accroissement marqué des placements des non-résidents sous forme de titres à long terme libellés en monnaie canadienne. Les achats par les non-résidents d'actions canadiennes en circulation se sont soldés, selon les dernières estimations, par une entrée nette d'environ 1 milliard de dollars en dépit des ventes nettes enregistrées à ce titre au dernier trimestre. Cette entrée de capitaux représente près du triple de celle de 1979. L'intérêt accru des non-résidents pour les obligations libellées en dollars canadiens s'est traduit par des entrées nettes de capitaux estimées à plus de 1 milliard de dollars en 1980, environ le double des entrées de 1979. Par suite de ces acquisitions de titres canadiens par les non-résidents, les entrées nettes de capitaux à long terme autres que celles attribuables aux emprunts du gouvernement fédéral à l'étranger ont été un peu plus importantes en 1980 qu'au cours de chacune des deux années précédentes. Pour renflouer les réserves officielles de devises, le gouvernement fédéral avait emprunté sur les

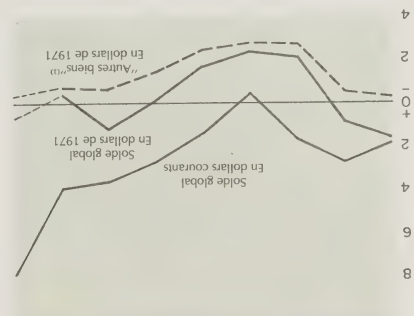
l'amélioration des perspectives de ventes au pays et à l'étranger semble avoir été particulièrement importants au cours des dernières années; ils ont en effet augmenté beaucoup plus rapidement que ceux de l'ensemble des entreprises. Parmi les autres grandes catégories de produits d'importation, on a constaté en 1980 une diminution du volume des importations de matières industrielles et de matériaux de construction, ce qui a constitué un renversement partiel de la tendance observée en 1979. Cette année-là, ces importations s'étaient accrues de 15 %, l'accumulation des stocks ayant été forte et les contraintes de capacité ayant forcé certains acheteurs à se tourner vers les fournisseurs étrangers.

Si l'on fait abstraction de nos expéditions de produits de l'industrie automobile vers les États-Unis et de l'ensemble de nos livraisons de blé, de pétrole et de gaz naturel, le taux d'accroissement du volume de nos exportations a été, selon les dernières estimations, de 6 % en 1980, soit un taux équivalent à peu près à la moitié du taux enregistré au cours de chacune des deux années précédentes. Ce ralentissement relatif surtout un affaiblissement de la demande chez nos principaux partenaires commerciaux. La progression des exportations de fer et d'acier bruts, qui avait été freinée en 1979 par des contraintes de capacité, s'est cependant accélérée en 1980, tandis que dans les secteurs de production de métaux et minerais non ferreux, la cessation des graves perturbations de l'approvisionnement de leur cours normal. En ce qui concerne les produits finis, qui constituent parmi les produits d'exportation la catégorie la plus sensible aux variations des prix relatifs, signalons le dynamisme affiché par les exportations au cours des trois dernières années; leur volume a en effet augmenté d'environ 20 % en 1978 et en 1979, puis de 8 % en 1980. Le pourcentage des exportations de produits finis par rapport à l'ensemble des exportations, abstraction faite des catégories spéciales mentionnées précédemment, est passé d'environ 30 % pour les cinq années précédant 1978 à 37 % en 1980.

Balance commerciale

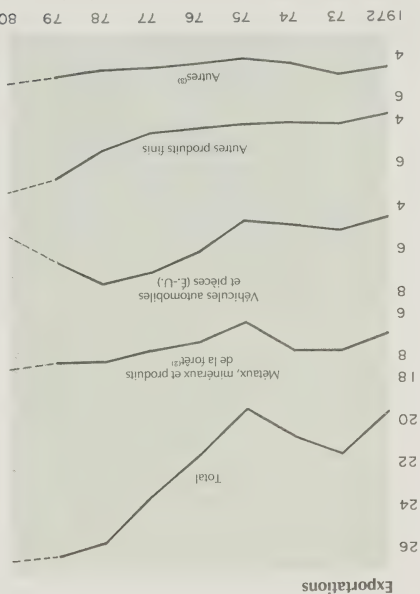
Soldes des principales composantes

Milliards de dollars

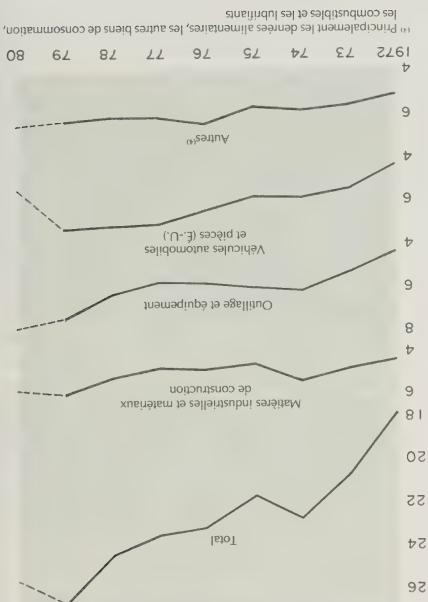


Volume des échanges commerciaux

Milliards de dollars (1971)

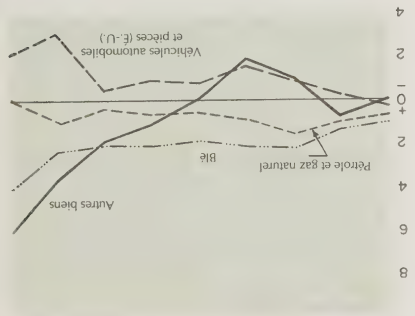


Importations



Soldes de certaines composantes

Milliards de dollars courants



(1) Solde global à l'exclusion des véhicules automobiles et des pièces
composés dans notre commerce avec les États-Unis, ainsi que l'ensemble
de nos échanges de pétrole, de gaz naturel et de blé
(2) Produits de l'agriculture et de la pêche, le pétrole et le gaz naturel,
les produits chimiques et les engrais

prépondérante, atteignant ainsi un montant sans précédent de 4,1 milliards de dollars. Par contre, le poste « Pétrole brut et gaz naturel », qui avait représenté un solde excédentaire de 1 milliard de dollars en 1979, était à peu près en situation d'équilibre en 1980, le déficit au titre du pétrole brut ayant doublé pour se chiffrer à 4 milliards de dollars dont une partie a été compensée par une nouvelle augmentation de la valeur des exportations de gaz naturel.

L'excédent net de l'ensemble de ces trois postes asses spectaculaires de la balance commerciale en 1980 s'est chiffré à 2 milliards de dollars, soit une augmentation de 1,6 milliard. Il est encore plus significatif que l'excédent des échanges commerciaux sur le vaste éventail des « Autres biens » — catégorie qui représente plus de 70 % de la balance commerciale — se soit accru davantage (en 1979, Cet excédent a augmenté de 2,4 milliards de dollars pour passer à 6 milliards de dollars, et ce, en dépit du fait que le déficit au titre des autres produits finis s'est encore creusé. Pris globalement donc, le solde excédentaire de la balance commerciale du Canada a doublé en 1980, atteignant 8 milliards de dollars.

L'amélioration de notre compétitivité et l'atténuation des pressions de la demande intérieure en 1980 ont grandement influé sur nos importations. Abstraction faite du pétrole et des produits de l'industrie automobile américaine, le volume de nos importations se serait accru, selon les dernières estimations, de 3 % en 1980, ce qui présente un contraste marqué avec le taux d'accroissement de 11 % enregistré l'année précédente. Le taux de croissance des importations de biens d'équipement, qui comptent parmi les éléments les plus importants de la balance commerciale, est tombé de près de 20 % à 5 %, retournant ainsi un rythme de progression beaucoup plus proche de celui du volume des investissements en outillage et équipement du secteur privé. Les investissements en immobilisations effectués par les industries à vocation exportatrice et par celles dont les produits concurrencent les importations en vue de tirer parti de

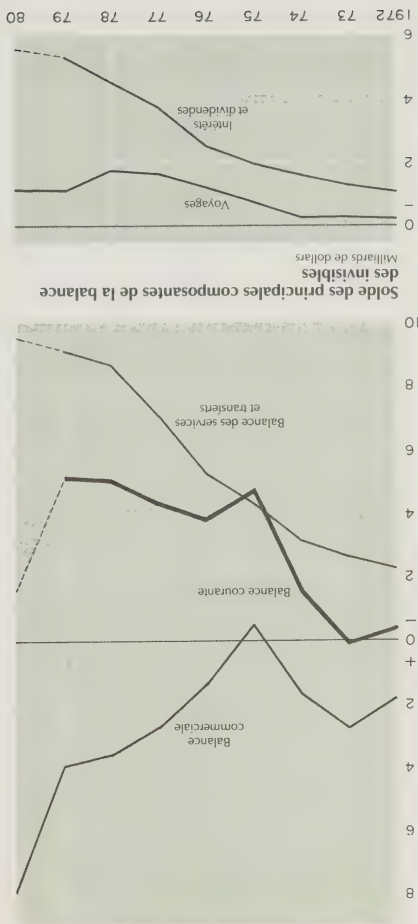
de ces exportations nous sommes canadiens qu'elle n'avait été quelques années plus tôt. Aux États-Unis, le PNB réel n'a presque pas changé en 1980, et l'activité dans certains secteurs qui présentent un intérêt particulier pour les fournisseurs canadiens - l'industrie automobile et la construction résidentielle - s'est sensiblement ralentie. La croissance s'est modérée également dans les cinq grands pays industriels d'Europe où elle est tombée à 2,5 % environ en 1980, soit à peine plus de la moitié du taux enregistré en 1979.

Au cours des deux dernières années, les échanges entre le Canada et les États-Unis au titre des produits de l'industrie automobile ont été influencés par le fait que le marché américain a manifesté beaucoup moins d'intérêt les gros modèles nord-américains, qui représentent une très forte proportion de la production canadienne. Le volume des exportations de notre industrie automobile a accusé de ce fait des diminutions particulièrement importantes. Par contre, les importations en provenance des États-Unis n'ont diminué qu'en 1980, lorsque les ventes de voitures nord-américaines ont aussi fléchi au Canada. Le nombre de véhicules utilitaires importés des États-Unis en 1980 a également diminué par rapport au haut niveau de l'année précédente. Par conséquent, notre déficit au titre des échanges de produits de l'industrie automobile avec les États-Unis, qui était passé de 9,5 milliard de dollars en 1978 à 3 milliards en 1979, s'est établi à 2,1 milliards en 1980, l'amélioration s'étant produite surtout au cours du second semestre.

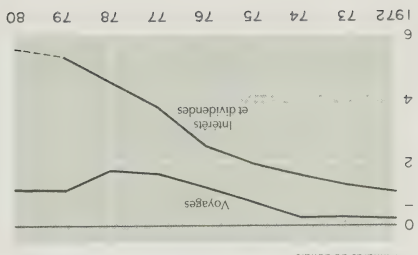
Les échanges au titre du blé et de l'énergie de deux autres rubriques importantes de notre commerce extérieur - ont également été influencés par des facteurs assez particuliers. Le volume des exportations de blé, qui avait diminué en 1979 en raison de problèmes de transport et de la maintenance, s'est vigoureusement rétabli en 1980. En même temps, les cours mondiaux du blé ont de nouveau augmenté, de sorte que la valeur nette de nos exportations de blé canadien a

Balance des paiements courants

Solde des principales composantes



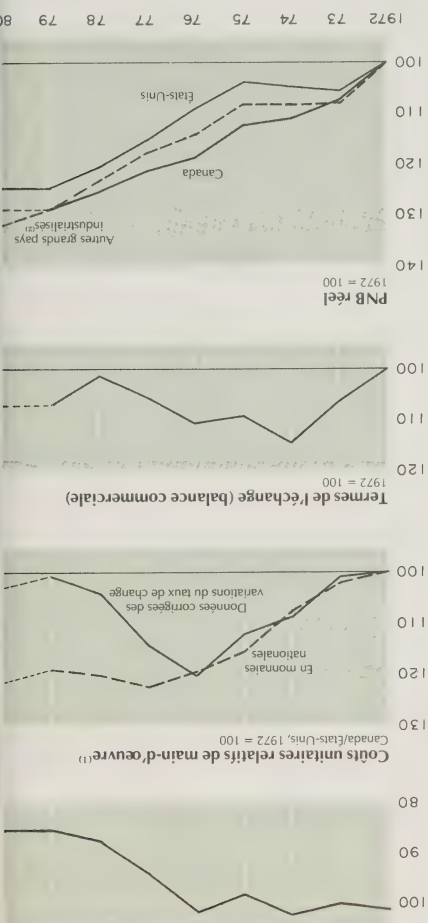
Solde des principales composantes de la balance des invisibles



Principaux facteurs influant sur la balance courante

Taux de change

\$ Can. en \$ E.-U. (moyennes annuelles)



⁽¹⁾ Salaires, traitements et revenus supplémentaires du travail par unité de PNB réel et de l'Italie pondérés selon l'importance des exportations canadiennes et de l'Italie pondérés selon l'importance des exportations canadiennes

⁽²⁾ PNB/PIB réels du Japon, du Royaume-Uni, de l'Allemagne, de la France et de l'Italie pondérés selon l'importance des exportations canadiennes

Le rétablissement marqué de la position concurrentielle du Canada sur les marchés internationaux qui a été entraîné par la dépréciation qu'a connue le dollar canadien en 1977 et en 1978 a préparé le raffermissement remarquable de la balance canadienne des paiements en 1980. Une forte augmentation du solde excédentaire de notre balance commerciale s'est traduite par une diminution du solde déficitaire de la balance courante, qui est tombé à son niveau le plus bas depuis six ans. De plus, la nette amélioration de la situation fondamentale de notre balance des paiements a contribué à raviver pendant la majeure partie de 1980 l'intérêt des investisseurs étrangers pour les titres à long terme libellés en dollars canadiens.

La tendance à la hausse de nos coûts de production s'est accentuée depuis deux ans, mais une détérioration similaire s'est produite aux États-Unis, de loin le plus important de nos partenaires commerciaux. Aussi l'amélioration notable de la position concurrentielle des producteurs canadiens par rapport à ceux des États-Unis, qui s'était produite après 1976, n'a-t-elle été que légèrement affaiblie en 1980. Sur l'ensemble de la période, l'amélioration de notre compétitivité a été d'ampleur comparable par rapport aux producteurs japonais et elle a été encore plus grande par rapport à nos principaux partenaires commerciaux européens.

Une fois notre compétitivité rétablie, il a fallu un

certain temps pour que s'accomplisse la restructuring du flux de nos échanges commerciaux. Avant de pouvoir conquérir de nouveaux marchés et développer nos marchés traditionnels au Canada et à l'étranger, il a fallu amener la clientèle visée à se tourner vers les biens et services canadiens. De plus, il n'était possible d'accroître rapidement notre production que dans la mesure où notre économie possédait une marge de capacité excédentaire.

En fait, dès la fin de 1978, de nombreuses industries canadiennes qui produisent des biens faisant l'objet d'échanges internationaux com-mençaient à fonctionner à la limite de leur capacité, ce qui a freiné l'amélioration de notre balance commerciale. Cette situation qui a amené les entreprises à s'engager dans la réalisation de projets d'expansion, a d'abord eu pour effet d'alourdir considérablement la facture des importations, puisque les biens d'équipement mis en place avaient une forte teneur en importations. Mais en 1980, à mesure que les contraintes de capacité s'atténuèrent par suite du ralentissement de la croissance de la demande intérieure et par suite de la mise en exploitation des nouvelles immobilisations, les effets de la compétitivité accrue de nos industries sur le flux de nos échanges sont devenus plus manifestes.

Ces transformations se sont produites à un moment où la conjoncture économique à l'étranger était devenue moins favorable à une

des forces mises en branle il y a quelque temps. Le ralentissement du rythme de croissance de la dépense globale au cours des quelques cinq dernières années s'est fait opéré de manière plutôt graduelle, et le passage à une conjoncture moins inflationniste a été d'autant plus long. Les attentes inflationnistes sont demeurées vives. Par ailleurs, l'économie a subi ces dernières années probablement plus de chocs inflationnistes qu'au début des années 70, et les conséquences de ces chocs n'ont pas encore disparu. De plus, comme la tendance au ralentissement de la croissance réelle au cours des dernières années résulte dans une très large mesure d'une baisse du taux de croissance de la productivité et du potentiel de production, les pressions qu'exerce la demande sur l'économie ont été plus fortes, tandis que du côté de l'offre, la capacité globale s'est avérée moins importante qu'on ne l'avait généralement supposé.

cette dernière période, on pourrait penser que l'économie a fonctionné bien au-dessous de sa capacité. Or, ce n'est pas du tout le cas. La chute du taux de croissance de la productivité qui s'est produite à partir de 1973, et ce, en dépit de l'augmentation substantielle du stock de capital et de la croissance soutenue de l'emploi, signifie que le potentiel de croissance de la production était moindre pendant cette période qu'on ne le supposait en général. Comme la marge globale de capacité inutilisée dans l'économie était assez modeste et que la faiblesse de certaines régions ou industries ou encore de certaines composantes du marché du travail était compensée par des tensions considérables ailleurs, la conjoncture au Canada ne se prêtait guère à un ralentissement important de l'inflation. En résumé, la tenue récente de l'économie canadienne résulte pour une bonne part du jeu

gouvernement fédéral, a entraîné un ralentissement considérable de la croissance des dépenses publiques. Durant la période de cinq ans qui s'est terminée à la fin de 1980, le taux de croissance des dépenses des administrations publiques a diminué d'un tiers environ par rapport à celui de la première moitié de la décennie et il a progressé à peu près au même rythme que la dépense globale. Mais l'accroissement des recettes fiscales s'est aussi ralenti considérablement, sauf dans les domaines où les recettes provenant du pétrole et du gaz naturel sont importantes. Ce ralentissement s'explique par un accroissement moins rapide de l'assiette fiscale et par la diminution, après l'indexation du régime d'impôt en 1974, des hausses de l'impôt sur le revenu des particuliers imputables à l'inflation; il tient aussi à des dégrèvements visant, dans une large mesure, à stimuler la demande du secteur privé. Le déficit de l'ensemble du secteur public est demeuré aux alentours de 2 à 3 % de la DNB, soit la proportion atteinte en 1975, en grande partie à cause de l'accroissement remarquable des recettes provenant de l'exploitation des ressources naturelles. Toutefois, la part du gouvernement fédéral dans ce déficit a eu tendance à s'accroître du fait d'une augmentation moins rapide des recettes; ainsi, au cours des dernières années, le déficit du gouvernement fédéral a été en moyenne de l'ordre de 4 % de la DNB.

Au cours des deux premières années de cette période, l'inflation d'origine interne s'est considérablement atténuée. Les marchés ont été moins dynamiques qu'auparavant tandis que d'autres facteurs, d'origine interne aussi bien qu'externe, ont eu dans l'ensemble un impact assez favorable sur les prix. Les coûts de l'alimentation ont été contenus par certains facteurs spécifiques relatifs aux approvisionnements, et le rythme d'augmentation des salaires nominaux s'est ralenti sous l'effet des directives données dans le cadre du programme de lutte contre l'inflation. Ainsi, même si le cours de

dollar canadien a commencé à chuter à la fin de 1976, les répercussions de cette chute sur les coûts de production intérieurs, puis sur les prix, ont été très limitées.

Au début de 1978 toutefois, l'inflation d'origine interne a commencé à s'accroître. Cette accélération était liée entre autres choses au fait que le démantèlement de la Commission de la lutte contre l'inflation donnait aux salariés qui négociaient des conventions collectives certaines possibilités de rattrapage. De plus, les marchés s'étaient raffermis. D'autre part, la baisse marquée du dollar canadien avait augmenté la compétitivité des produits canadiens au point qu'à l'automne 1978 des goulets d'étranglement et des contraires de capacité ont commencé à se manifester dans un grand nombre d'industries canadiennes. Le marché du travail a aussi commencé à se resserrer à cette époque. L'accroissement des coûts de main-d'œuvre s'est accéléré sous l'effet d'augmentations plus fortes des salaires nominaux et de nouvelles baisses de la production par travailleur.

Ces influences inflationnistes se sont ajoutées des pressions externes, qui se sont grandement aggravées après 1977. En 1979, sous l'impulsion d'une demande de plus en plus inflationniste aux États-Unis, les prix des exportations et des importations canadiennes – abstraction faite du pétrole et du gaz naturel – ont progressé à des taux annuels de 19 % et 13 % respectivement, et le taux d'inflation qui ressort de l'indice implicite des prix de la DNB excédait de nouveau les 10 %. Depuis quelque temps, l'indice des prix à la consommation augmenté à un taux encore plus élevé.

Après la récession de 1974 et 1975, la reprise économique avait été vigoureuse, la production s'étant accrue de près de 7 % pour la période de quatre trimestres terminée au milieu de 1976; mais ces dernières années, l'économie a affiché une progression moyenne d'environ 2 % l'an. Étant donné la faiblesse relative du taux de croissance moyen de la production au cours de

compatible avec une diminution de l'inflation; des mesures destinées à limiter la croissance des dépenses publiques et le rythme d'expansion de la fonction publique; l'étude de projets de restructuration visant à régler des problèmes particuliers en matière d'énergie, d'alimentation et de logement; à assurer l'efficacité et la compétitivité de l'économie ainsi qu'à améliorer les relations entre le patronat et les syndicats; une politique des prix et des revenus assortie de contrôles obligatoires. Ces contrôles ont été abolis progressivement au cours de

En 1975, la Banque du Canada a adopté une politique visant à faciliter, par la modération progressive du taux d'expansion monétaire, le ralentissement du rythme de croissance de la dépense globale. Dans l'application de cette politique, elle a fixé de temps à autre les limites à l'intérieur desquelles elle entendait maintenir le taux de croissance de la masse monétaire définie en fonction de M1, soit la monnaie hors banques et les dépôts à vue. Au fil des cinq dernières années, les cibles visées ont été progressivement abaissées, passant d'une fourchette initiale de taux annuels de croissance de 10 à 15 % à la fourchette actuelle de 4 à 8 % établie en février 1981. Le rythme d'expansion de M1 s'est maintenu à l'intérieur du parcours tracé par cette succession de fourchettes-cibles et a progressivement ralenti, mais les effets de ce ralentissement ont été atténués par des innovations aux pratiques bancaires, qui ont permis de soutenir des niveaux de dépense donnés avec des soldes moindres de dépôts à vue. Cependant, même en tenant compte de modifications de ce genre, on constate que le rythme d'expansion monétaire s'est ralenti au cours des cinq dernières années alors que les taux d'intérêt à court terme sont redevenus supérieurs au taux d'inflation.

L'adoption de politiques budgétaires plus restrictives, qui constituait un changement d'orientation autant de la part des administrations provinciales et municipales que du

Comme il a été mentionné auparavant, c'est dans le sens de la lutte contre l'inflation. En octobre, le gouvernement annonçait un programme dont les principaux points étaient les suivants : des politiques budgétaire et monétaire visant à amener la demande globale et la production à un rythme de croissance

contenues pour éviter un tel résultat. attentes inflationnistes ont été suffisamment change, la conjonction de la demande et les presque toute la période de baisse du taux de inflationnistes généralisés au pays. Pendant possible d'éviter de susciter des comportements pouvait amener cette amélioration que s'il était Toutefois, l'ajustement du taux de change ne chez celles qui concurrencent les importations. dynamisme que nous constatons maintenant cette dépréciation a ouvert la voie au retrouver rapidement sa position concurrentielle, revanche, en permettant au Canada de re- regaillir sur les prix que ces dernières années. En durant la première moitié de la décennie n'a hausse qui ont infléchi les coûts au Canada petits. Ainsi, une partie des pressions à la temps nos coûts avaient cessé d'être com- ment des marchés au fait que depuis quelque dans une large mesure une réaction à retarder aux autres grandes monnaies, semble avoir été cours moyen du dollar canadien par rapport de 1978 et qui a réduit de quelque 20 % le à la baisse, qui a duré de la fin de 1976 à la fin sur l'inflation d'origine interne. Ce mouvement tant sur la demande de produits canadiens que facteur spécial qui a eu une incidence directe La forte dépréciation du dollar canadien est un pays.

alimentaires ont eu tendance eux aussi à augmenter ces dernières années beaucoup plus vite que ceux des autres biens de consommation, ce qui est attribuable en partie à la contraction cyclique du cheptel en Amérique du Nord et, plus récemment, aux piètres récoltes de céréales qu'a connues un certain nombre de

vigoureuse de l'activité économique, la montée très rapide de nos coûts et de nos prix en 1974 s'est traduite par un taux d'inflation beaucoup plus élevé dans notre pays que chez nos principaux partenaires commerciaux, notamment les États-Unis. Par conséquent, la compétitivité de l'industrie canadienne au niveau des coûts a commencé à se dégrader. De plus, l'économie américaine s'est beaucoup ralentie après 1973, entraînant une contraction de nos débouchés. Le volume de nos exportations ayant diminué de façon marquée, l'activité économique s'est ralentie en dépit des efforts déployés pour soutenir la demande. En 1975 donc, l'économie canadienne était aux prises avec de fortes pressions qui s'exerçaient sur les coûts intérieurs, une inflation dont le rythme était toujours très élevé et une production qui mar-

quait le pas.

La seconde moitié de la décennie : la lutte contre l'inflation

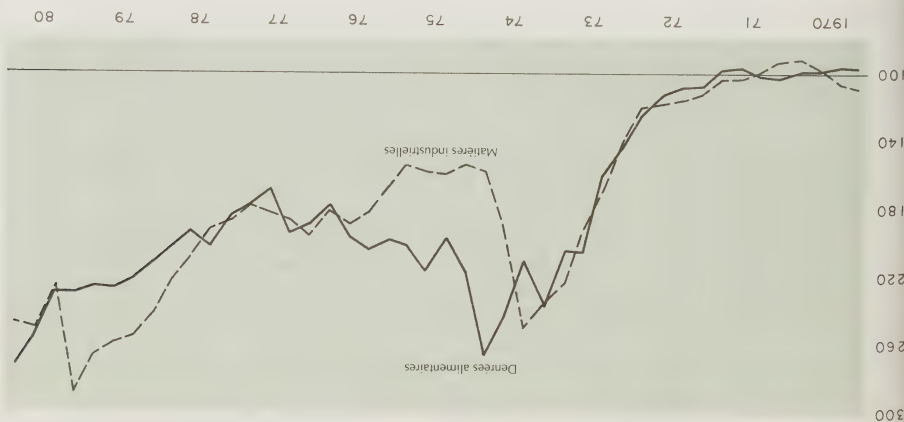
Sous l'impact de pressions inflationnistes persistantes et d'une orientation généralement restrictive des politiques budgétaires et monétaires, l'activité économique s'est brusquement ralentie en 1974 et 1975 dans les principaux pays industrialisés déjà en proie aux retombées des politiques antérieures et aux incidences du choc pétrolier sur le revenu, l'inflation et la balance des paiements. À mesure que s'accroissait le ralentissement économique, les pressions inflationnistes ont eu tendance à s'atténuer, notamment aux États-Unis, en Allemagne de l'Ouest et au Japon. Vers la fin de 1975, la reprise était assez bien engagée dans ces pays. Toutefois, ils étaient tous trois en train d'assimiler les pressions sur les prix et les pertes de revenu réel découlant du choc pétrolier; aussi ont-ils fait preuve de beaucoup plus de prudence dans la mise en œuvre des politiques de gestion de la demande qu'ils ne l'avaient fait quelques années auparavant. Dans les années qui ont suivi, l'Allemagne de l'Ouest et le Japon ont appliqué

Fortement influencée par la situation qui avait

restrictive.

Par la suite toutefois, elle est devenue moins favorable du fait d'un ralentissement de la production et d'un renforcement des pressions sur les prix. Quant à la conjoncture de l'offre, elle a été aussi relativement favorable au début. De la fin de 1975 à la fin de 1976, les prix des produits alimentaires en Amérique du Nord n'ont que légèrement augmenté à cause de bonnes récoltes et d'une surabondance cyclique de viande de bœuf. De plus, le prix mondial du pétrole exprimé en dollars É.-U., est demeuré relativement constant. Toutefois, vers la fin de la décennie, la situation s'est dégradée. Les prix du pétrole ont été majorés au début de 1979, et de nouvelles hausses importantes ont été décrétées depuis; les prix des produits

des politiques qui continuaient d'avoir comme objectif prioritaire de contenir et de réduire l'inflation. Les États-Unis, par contre, ont mené après 1976 une politique axée sur une reprise à brève échéance de l'activité économique, es-timant qu'il existait une marge considérable de capacité inutilisée dont on pouvait tirer profit sans que cela n'entraîne une recrudescence des pressions inflationnistes. Cette vision des choses s'est révélée par la suite exagérément optimiste. En 1979, les États-Unis étaient de nouveau aux prises avec une conjoncture caractérisée par des tensions sur les marchés, une aggravation de l'inflation et une intensification des attentes inflationnistes. Dans ces circonstances, l'économie était mal placée pour assimiler les pressions que les secteurs de l'énergie et de l'alimentation exerçaient sur les prix. Aussi la politique monétaire des États-Unis a-t-elle pris, à partir de l'automne 1979, une orientation

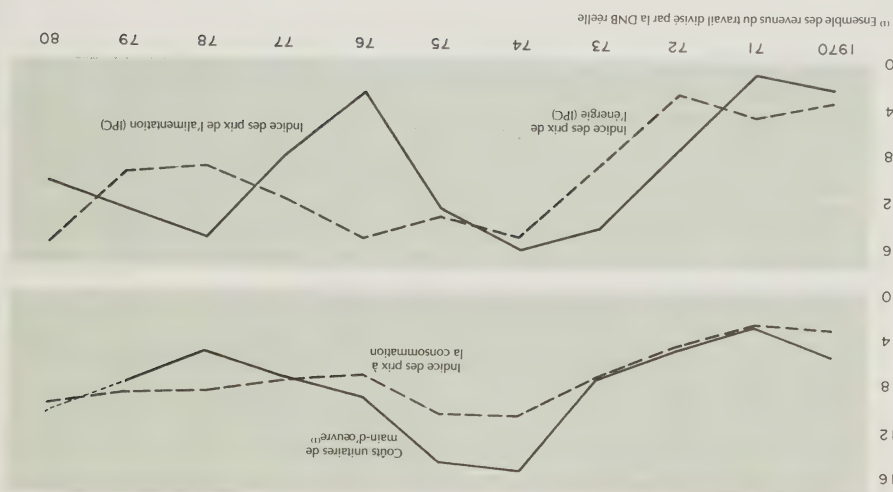


Le manque de fermeté des politiques appliquées au Canada au cours de cette période ne tenait pas seulement au fait que l'on n'avait pas su reconnaître à temps la force de l'impulsion inflationniste qui venait de l'expansion de la demande. Entre autres choses, il tenait également au souci constant d'éviter le plus possible les pressions à la hausse sur le cours du dollar canadien. Dès le printemps de 1970 – soit bien avant les autres pays – le Canada avait laissé fluctuer sa monnaie et celle-ci s'était appréciée. Si l'on ne voulait pas voir le dollar canadien s'apprécier davantage, c'était par crainte des dommages que cela aurait pu causer dans l'immédiat aux industries productrices de biens d'exportation ou de biens entrant en concurrence avec les produits importés. A cette préoccupation s'ajoutait une autre difficulté; on ne se rendait pas compte non plus à quel point l'économie en général et le marché du travail en particulier étaient soumis à des tensions. Bien que la croissance de la production et de

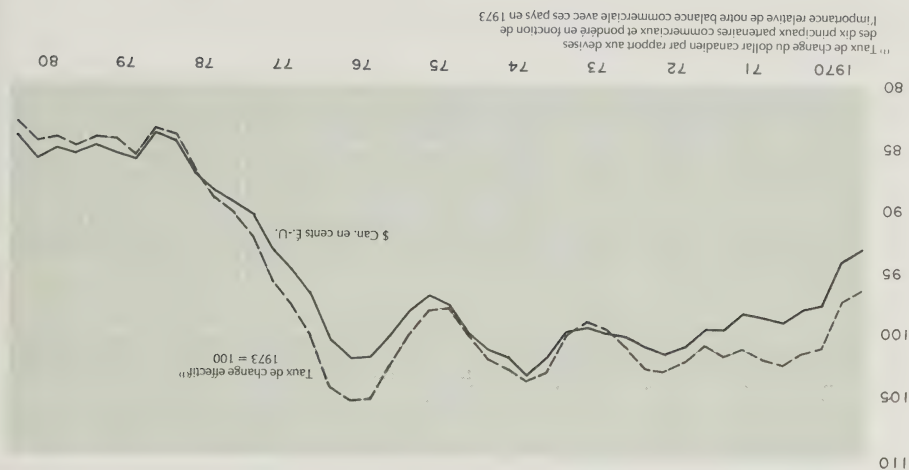
l'emploi ait été très forte au cours de la majeure partie de cette période, le taux global de chômage est constamment demeuré élevé par rapport aux critères des années 60 et aux objectifs formulés au cours de cette période. Même lorsqu'au milieu de 1974 il a finalement atteint son point le plus bas, soit 5 %, le taux de chômage était encore considéré comme relativement élevé. Avec le recul, il semble bien que, en raison de l'évolution de la composition démographique de la main-d'œuvre, de l'adoption en 1971 d'un régime plus généreux d'assurance-chômage et de la forte progression du nombre de familles dont plus d'un membre travaille, la signification de la mesure du chômage que nous utilisons ait à ce point changé que cet indicateur ne permet plus de se faire une idée juste du degré de tension ou de détente existant sur le marché du travail.

Dans une conjoncture où les pressions inflationnistes étaient renforcées par des politiques visant à soutenir une expansion

Prix et coûts Taux annuel de variation

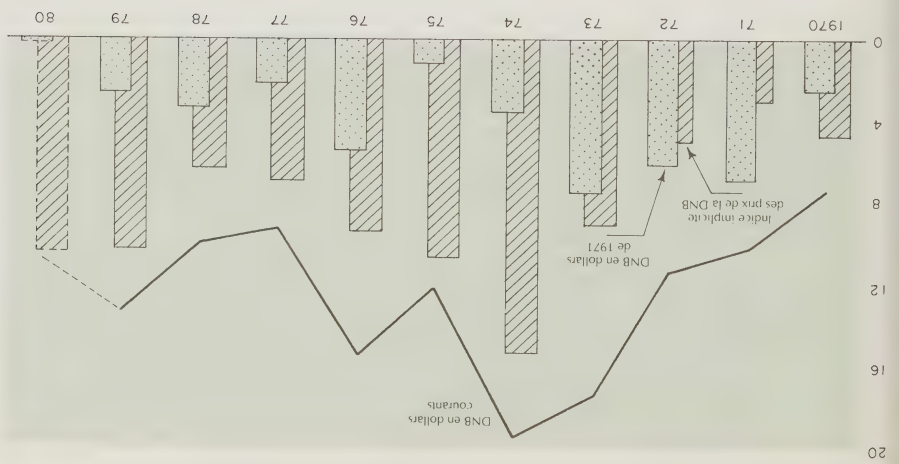


Taux de change Moyenne trimestrielle



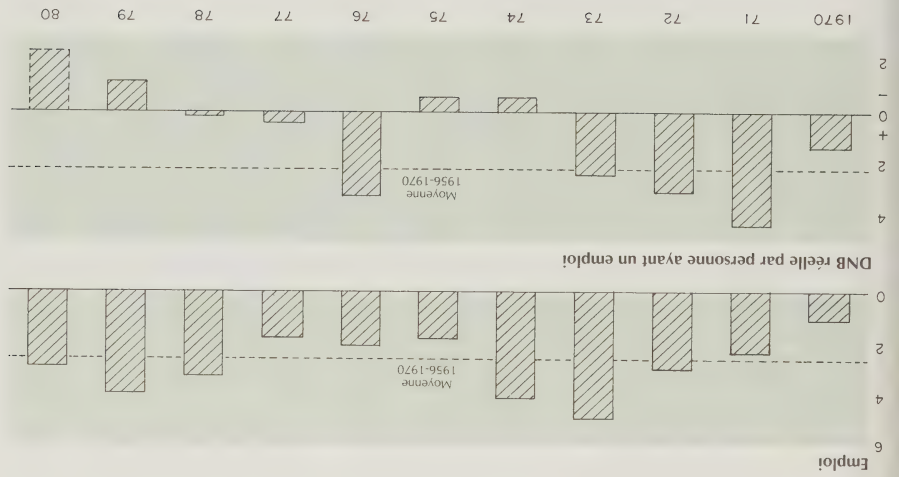
Dépense, inflation et production

Taux annuel de variation

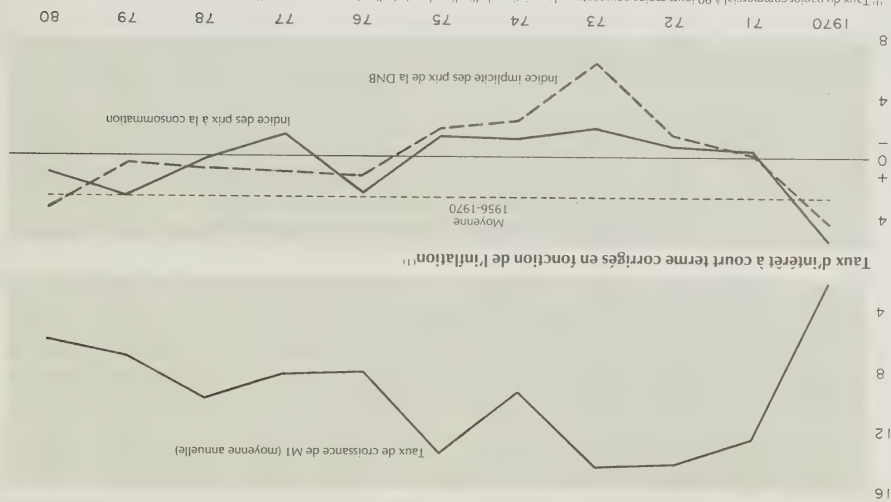


Productivité du travail et emploi

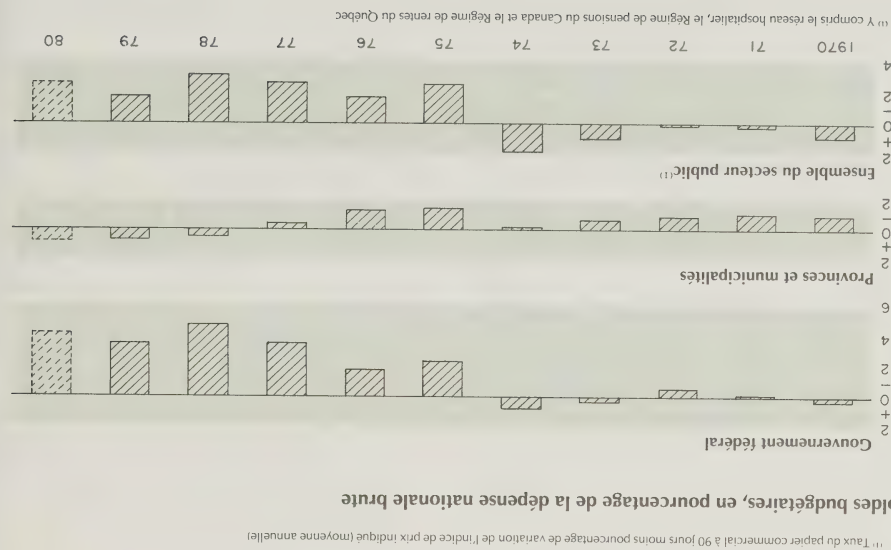
Taux annuel de variation



Expansion monétaire et taux d'intérêt réels



Solides budgétaires, en pourcentage de la dépense nationale brute



⁽¹⁾ Y compris le réseau hospitalier, le Régime de pensions du Canada et le Régime de rentes du Québec

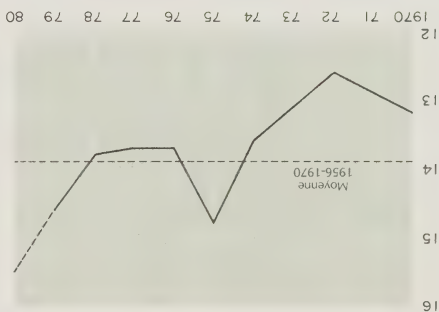
attribuable au gonflement marqué des dépenses et à l'intensification de la spéculation à un moment où, malgré la conjoncture inflationniste, le loyer de l'argent était maintenu à un niveau relativement bas.

En 1973, la crainte de la spirale inflationniste a commencé à l'emporter sur les autres considérations, et les politiques ont commencé à se durcir. Ce processus était à peine amorcé que l'économie mondiale était frappée par la hausse brutale des prix des produits énergétiques déclenchée par les mesures qui ont été prises par l'OPEP vers la fin de 1973 et qui ont provoqué le quasi-quadruplement du prix mondial du pétrole. C'est ainsi que les années du milieu de la décennie ont été marquées par de fortes pressions à la hausse sur les coûts, par fortes pressions à la baisse sur les revenus réels et par un climat économique maussade.

La politique de gestion de la demande mise en œuvre au Canada au début des années 70 cadre assez bien avec les politiques appliquées dans les autres pays industrialisés et dont les grandes lignes ont été tracées précédemment. La politique budgétaire a été axée sur l'expansion économique. Les dépenses publiques, notamment celles du gouvernement fédéral, ont été accrues, atteignant un rythme qui a finalement dépassé largement celui, déjà rapide, de l'accroissement de la dépense globale. Les recettes publiques ont elles aussi progressé rapidement, mais leur accroissement était en grande partie imputable au taux élevé d'inflation et au rythme insoutenable de l'activité économique. Bien que la politique monétaire ait reçu une orientation restrictive en 1973, elle a permis un niveau élevé de dépense et d'inflation. Les taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada se sont élevés rapidement en 1973 et au premier semestre de 1974. Ces majorations ont suscité à l'époque certaines inquiétudes, mais en fait ces taux étaient faibles, étant donné le taux de plus en plus élevés de l'inflation. Le rythme de l'expansion monétaire est ainsi demeuré relativement rapide.

pressions de la demande se sont d'abord manifestées aux États-Unis, à cause surtout de la guerre au Viêt-nam, puis dans d'autres pays. En 1968 et 1969, le durcissement des politiques budgétaires et monétaires dans un certain nombre de pays a donné lieu à un léger ralentissement de l'activité économique. Peu après, toutefois, presque tous les pays industrialisés redonnaient une orientation nettement expansionniste à leurs politiques. L'une des caractéristiques de la reprise, c'est qu'elle a été stimulée par l'application de politiques budgétaires et monétaires fortement expansionnistes dans tous les grands pays industrialisés, et ce, sans grand égard pour les répercussions sur le plan international. La diligence inhabituelle avec laquelle un si grand nombre de pays ont adopté simultanément des politiques financières expansionnistes, tout particulièrement sur le plan monétaire, semble avoir été motivée dans une large mesure par le déséquilibre des paiements internationalaux qui a finalement amené l'effondrement du système des taux de change fixes. Dans ces circonstances, les pays ont eu tendance ou bien à se sentir dégagés des contraintes de balance des paiements qui les avaient empêchés jusqu'alors de recourir à des politiques plus expansionnistes ou bien à se croire obligés d'accroître leurs liquidités afin de se prémunir contre les effets pénétrants de dommages de l'adoption généralisée de politiques expansionnistes s'est traduite par un essor économique ralentissant, la croissance intérieure de chaque pays étant vigoureusement soutenue par une forte demande extérieure. C'est à ce moment que le taux d'inflation s'est mis à grimper de plus en plus rapidement. Les pressions de la demande se sont vite manifestées sur les marchés de matières premières. Elles ont été aggravées en partie par des phénomènes forts, tels que les mauvaises récoltes céréalières de 1972, mais la poussée des prix des matières industrielles qui a suivi était entièrement

Tendance des investissements fixes des entreprises
(formation brute de capital fixe du secteur non résidentiel, en pourcentage de la DNB)



vigoureuse – notamment dans les régions autres que celles du centre du pays – pour engendrer une forte augmentation de l'emploi. La hausse des salaires nominaux s'est accélérée durant l'année, entraînant un accroissement des coûts de production qu'est venu accentuer un nouveau fléchissement de la production par travailleur. Les hausses du prix de l'alimentation ont été légèrement inférieures à celles de l'année précédente, encore que considérables; comme dans d'autres pays, les prix intérieurs de l'énergie se sont accélérés, faisant grimper à la fois les prix à la consommation et les coûts de production.

Le profil de l'activité économique a été plutôt irrégulier en 1980. Après un ralentissement au premier semestre, la production a affiché une vigueur considérable au cours des derniers mois. Ce ralentissement s'explique en grande partie par l'affaiblissement des marchés des États-Unis et d'outre-mer, lui-même attribuable à la réduction des revenus réels causée par l'inflation et le resserrement marqué du crédit, particulièrement aux États-Unis. Des influences analogues ont également affaibli la demande au Canada. Au second semestre, l'économie des

La dernière décennie

États-Unis s'est quelque peu redressée, et l'activité économique au Canada a été fortement stimulée par l'amélioration remarquable de notre balance commerciale en 1980 – qui est étudiée de façon plus détaillée à la partie suivante du Rapport – est surtout due à la très bonne position concurrentielle dont continue de bénéficier le Canada. Cette compétitivité de notre économie a contribué de façon décisive au dynamisme remarquable qu'affichent depuis quelque temps les investissements faits au pays par de nombreuses industries canadiennes.

La première moitié de la décennie : la poussée inflationniste

Vers la fin des années 60, l'inflation avait déjà

nettement tendance à s'accroître partout dans le monde, encore qu'assez graduellement. Les premières années de la décennie, la plupart des pays, y compris le Canada, se sont trouvés aux prises avec des augmentations de la dépense globale et avec une poussée inflationniste d'une ampleur presque sans précédent dues en partie à des politiques trop expansionnistes et en partie à la malchance. En conséquence, les dernières années de la décennie ont été marquées dans la plupart des pays par une concentration d'efforts visant à contenir la croissance de la dépense globale, maîtriser l'inflation et rétablir les bases d'une expansion économique soutenue. Deux des grands pays industrialisés, la République fédérale d'Allemagne et le Japon, ont engagé la lutte contre l'inflation relativement tôt au cours de la décennie, alors que dans les autres pays le changement de cap s'est opéré plus tardivement ou de façon plus timide. Au Canada, des politiques qui accordent la priorité à la lutte contre l'inflation sont appliquées depuis 1975.

La dernière décennie

A presque tous les égards, l'évolution générale de l'économie au cours des années 70 peut être

divisée en deux grandes périodes. Pendant les

premières années de la décennie, la plupart des

pays, y compris le Canada, se sont trouvés aux

prises avec des augmentations de la dépense

globale et avec une poussée inflationniste d'une

ampleur presque sans précédent dues en partie

à des politiques trop expansionnistes et en

partie à la malchance. En conséquence, les

dernières années de la décennie ont été mar-

quées dans la plupart des pays par une concen-

tration d'efforts visant à contenir la croissance

de la dépense globale, maîtriser l'inflation et

rétablir les bases d'une expansion économique

soutenue. Deux des grands pays industrialisés,

la République fédérale d'Allemagne et le Japon,

ont engagé la lutte contre l'inflation relative-

ment tôt au cours de la décennie, alors que

dans les autres pays le changement de cap s'est

opéré plus tardivement ou de façon plus timide.

Au Canada, des politiques qui accordent la

priorité à la lutte contre l'inflation sont

appliquées depuis 1975.

L'évolution de l'économie au cours d'une année donnée est déterminée dans une large mesure par les forces et les politiques économiques mises en branle au cours des années précédentes. C'est pourquoi cette partie du Rapport, qui commence par un bref compte rendu de l'évolution économique observée en 1980, est consacrée dans une large mesure à l'analyse de la façon dont certains des grands problèmes économiques qui se posent au Canada à l'heure actuelle ont pris naissance au cours des années 70.

L'évolution de l'économie en 1980

Dans certains domaines importants l'économie canadienne a affiché une bonne tenue en 1980 : la balance commerciale s'est nettement améliorée, les dépenses d'immobilisation des entreprises ont été très élevées et l'emploi a progressé à un rythme qui se compare favorablement à ce que nous avons vu dans le passé. Par contre, l'économie a connu en même temps un taux élevé d'inflation et un taux de croissance presque nul de la production de biens et de services.

La dépense globale (dépense nationale brute en dollars courants) s'est accrue d'environ 11 %, selon les estimations en main, soit un taux quelque peu inférieur à celui de l'année précédente. Cependant, sous l'effet conjugué de

facteurs internes et externes, le taux global d'inflation est demeuré presque aussi élevé qu'en 1979. Les cours mondiaux des matières industrielles et des métaux précieux ont monté fortement au début de l'année, en raison de la forte accélération de la croissance de la demande américaine tout au cours de 1979 et au début de 1980, des nouvelles hausses considérables des prix mondiaux du pétrole et enfin des réactions aux événements politiques et militaires survenus au Moyen-Orient. La poussée inflationniste a été encore aggravée par une intensification simultanée des attentes inflatonnistes aux États-Unis qui a fait que, pendant un certain temps, les avoirs matériels ont semblé plus avantageux que les avoirs financiers. Par la suite, de mauvaises récoltes dans un certain nombre de pays ont déclenché un vif renchérissement des céréales et de certaines autres denrées alimentaires. Dans le contexte d'une tendance inflationniste déjà forte dans les pays industrialisés et en l'absence de l'effet compensatoire d'une appréciation du dollar canadien, une telle situation a donné lieu à de fortes pressions à la hausse sur les prix dans les secteurs importants de l'économie canadienne qui sont étroitement liés au commerce international. Bien que la capacité productive du pays ait été soumise à moins de pressions en 1980 qu'en 1979, la conjoncture a été suffisamment

sion de nos cibles de croissance de M1, dont les limites, qui étaient de 5 et 9 % par rapport au niveau moyen de M1 au second trimestre de 1979, ont été abaissées à 4 et 8 % par rapport à la moyenne des trois mois centés sur septembre 1980. À ce moment-là, la tendance de M1 se situait bien à l'intérieur des limites de la nouvelle fourchette-cible. La Banque a reconnu que cette nouvelle fourchette était basse par rapport au taux de croissance de la dépense nationale, mais elle a considéré qu'un objectif relativement bas était nécessaire dans les circonstances si la politique monétaire devait combattre l'inflation et à décrire la stratégie à adopter. Mais la stabilité des prix n'est pas une fin en soi; elle est plutôt un moyen de parvenir à une fin, soit le bon fonctionnement de l'économie. J'entends par là une économie flexible et dynamique, dont le taux élevé d'épargne contribue à l'essor des investissements en usines et biens d'équipement, une économie d'investissement capable de relever les défis de la concurrence mondiale. C'est grâce à une économie comme celle-là que nous pourrions non seulement bénéficier d'un haut niveau d'emploi mais aussi créer un éventail d'emplois diversifiés et stimulants qui permettront à chacun de développer son potentiel. C'est ce type d'économie que veulent les Canadiens, mais nous ne pourrions atteindre un tel objectif tant qu'ils n'auront pas repris confiance dans la valeur de la monnaie. La monnaie joue un rôle trop important pour qu'on néglige d'en maintenir la valeur.

Même à un stade aussi peu avancé de la lutte, il s'en trouve qui adoptent une attitude dédaigneuse à l'égard des possibilités de réduire l'inflation dans une économie de marché. Ils avancent diverses raisons pour expliquer pourquoi ils considèrent la bataille perdue d'avance. Je crois qu'ils se trompent. Cette bataille a été gagnée dans d'autres pays et elle peut l'être au Canada. Les Canadiens devront tôt ou tard faire face à tout ce que cela comporte.

Dans les paragraphes qui précèdent, je me suis attaché surtout à souligner la nécessité de combattre l'inflation et à décrire la stratégie à adopter. Mais la stabilité des prix n'est pas une fin en soi; elle est plutôt un moyen de parvenir à une fin, soit le bon fonctionnement de l'économie. J'entends par là une économie flexible et dynamique, dont le taux élevé d'épargne contribue à l'essor des investissements en usines et biens d'équipement, une économie d'investissement capable de relever les défis de la concurrence mondiale. C'est grâce à une économie comme celle-là que nous pourrions non seulement bénéficier d'un haut niveau d'emploi mais aussi créer un éventail d'emplois diversifiés et stimulants qui permettront à chacun de développer son potentiel. C'est ce type d'économie que veulent les Canadiens, mais nous ne pourrions atteindre un tel objectif tant qu'ils n'auront pas repris confiance dans la valeur de la monnaie. La monnaie joue un rôle trop important pour qu'on néglige d'en maintenir la valeur.

paraison de 14 % environ en 1972 et en 1973. Les taux d'intérêt ont beaucoup augmenté au cours des trois dernières années. Alors que pendant la plus grande partie des années 70 les taux d'intérêt à court terme ont été moins élevés que le taux d'inflation, en 1980, ils l'ont dépassé en moyenne d'une marge d'ampleur comparable à celles qui étaient courantes avant 1970. Il semble, avec le recul, que la politique monétaire aurait donné de meilleurs résultats si le taux de croissance de M1 avait diminué davantage entre 1975 et 1977, mais il ne fait aucun doute qu'elle est résolument anti-inflationniste depuis.

Pendant la seconde moitié des années 70, la politique budgétaire a été, à en juger par les dépenses du gouvernement canadien et des provinces, beaucoup moins expansionniste que pendant la première moitié. Les divers gouvernements ont reconnu que la situation économique avait changé; ils ont cherché, et en général réussi, à ramener la croissance de leurs dépenses à un taux comparable à celui de l'ensemble de l'économie. De plus, l'ensemble des provinces a réussi à réduire son déficit budgétaire, mais la situation a différé grandement d'une province à l'autre. Le gouvernement fédéral a cependant enregistré un déficit énorme et croissant, et, pendant les quelques dernières années, le montant net de ses besoins de financement a été de l'ordre de 4 % de la dépense nationale brute. Dans le cadre de la lutte contre l'inflation, un déficit d'une telle ampleur à un moment où le niveau d'activité économique était aussi élevé par rapport à la capacité reconnue de l'économie mettait le gouvernement fédéral dans une situation assez inconfortable. Je suis heureux de voir que dans son dernier budget le gouvernement a admis la nécessité de réduire son déficit global au cours des années à venir.

Les considérations qui précèdent expliquent, selon moi, pourquoi le Canada n'a réalisé que

l'inflation depuis 1975. Ces résultats ne sont pas dus au fait que les politiques financières anti-inflationnistes étaient mal conçues, mais plutôt au fait qu'elles ont été appliquées de façon tellement graduelle qu'elles n'ont pas réussi à avoir raison des facteurs qui jouaient en sens opposé. Ce point de vue est développé dans la prochaine partie du Rapport. Si nous voulons parvenir à mieux contenir l'inflation au Canada dans les années à venir, nous devons nous assurer que la politique financière des pouvoirs publics est suffisamment anti-inflationniste pour prévoir quelle que soient les circonstances.

Il est malheureux à plusieurs points de vue que nous n'ayons à ce jour réalisé que de maigres progrès au chapitre de la lutte contre l'inflation. La conséquence la plus grave qui en découle est peut-être que les habitudes et les attentes des gens sont de plus en plus conditionnées par la conviction que les taux élevés d'inflation vont persister, de sorte qu'il devient encore plus difficile d'érayer le mal. Tout comme la stabilité des prix avait tendance à se perpétuer parce que les gens pensaient qu'il était normal qu'il en soit ainsi, de même l'inflation a tendance à se perpétuer parce que les gens en viennent à la considérer comme inévitable. Cet état d'esprit est difficile à changer. C'est à cause de cela que les gens accueillent avec scepticisme les déclarations remplies de bonnes intentions. Ils exigent des preuves, pas seulement de belles paroles. Tel est le problème auquel nous faisons face.

Qu'est-ce que tout cela laisse présager pour l'avenir? Que la lutte contre l'inflation se situera au cœur de nos préoccupations pendant un bon bout de temps. On peut le déplorer, mais on ne peut l'éviter.

De l'avis de la Banque du Canada, il n'y a aucune raison de modifier grandement le cadre de fonctionnement que nous avons élaboré au cours des dernières années. Nous avons an-

dollar canadien a été en grande partie un effet à retardement du rythme plus rapide de l'inflation des coûts et des prix au Canada qu'aux États-Unis pendant presque toute la période de dix ans qui a précédé 1975. Il importe de retenir à ce sujet que la baisse du taux de change a entraîné de nouvelles hausses importantes des coûts et des prix, tant au moment où elle se produisait que par la suite. Étant donné l'ampleur de la variation du taux de change, il est encourageant de constater que ses répercussions sur les prix étaient moins fortes que maintenant. Un autre facteur qui a grandement contribué à la tenue relativement médiocre des coûts et des prix au Canada ces dernières années réside dans le fait que la capacité effective de l'économie de produire sans surchauffe a augmenté à un rythme beaucoup plus lent que par le passé. L'un des signes de ce ralentissement est l'arrêt récent de la croissance de la productivité globale (DNE réelle par personne ayant un emploi), calculée à partir des comptes nationaux. Un tel arrêt n'a pas été prévu par les analystes, et il n'est pas non plus particulier au Canada. Les causes n'en sont pas claires, bien que, contrairement à une opinion très répandue, cet arrêt ne semble pas être imputable, au Canada, à la baisse globale des dépenses brutes en immobilisations des entreprises. Quelles qu'en soient les causes, cette situation a fait que les pressions de la demande sur l'offre dans l'ensemble de l'économie se sont atténuées beaucoup moins qu'on aurait pu le penser à la lumière des critères utilisés dans le passé, et l'effet modérateur que le marché a exercé sur l'accroissement des coûts et des prix a été moindre qu'on ne le croyait généralement. Ce fut particulièrement le cas en 1979. Le Rapport

de l'an dernier montrait qu'une grande partie de l'industrie canadienne avait alors fonctionné à la limite de sa capacité effective ou à un niveau très proche de cette limite. La situation s'est quelque peu améliorée depuis, mais pour un grand nombre d'industries qui exportent ou qui concurrencent les importations, le niveau de la demande par rapport à l'offre a encore été élevé en 1980. En résumé, le rapport entre la demande et l'offre au cours des dernières années n'a pas dans l'ensemble favorisé le ralentissement de l'inflation.

Le renchérissement du pétrole a été un autre obstacle à la diminution de l'inflation au Canada pendant les dernières années. Bien sûr, l'économie canadienne a été dans une large mesure protégée contre ce renchérissement, mais nos coûts n'en ont pas moins augmenté sensiblement. Je ne considère pas que les augmentations de prix d'un produit par rapport à un autre justifient une accélération générale de l'inflation, car, dans un climat moins inflationniste, certaines augmentations de prix supérieures à la moyenne tendent à être compensées par certaines autres inférieures à la moyenne. Mais dans une conjoncture inflationniste, ils le processus inflationniste plus qu'ils ne le devraient. Ce problème continuera de se poser au Canada tant que nous n'aurons pas fini d'ajuster nos prix en fonction des hausses du cours mondial du pétrole.

Tout au long des cinq dernières années, la Banque du Canada, en guise de contribution à la lutte contre l'inflation, a persisté dans l'engagement qu'elle a pris de ralentir graduellement l'expansion monétaire. Pour mener cette tâche à bien, la Banque a prêté une attention particulière à l'évolution de M1. Au cours des deux dernières années, M1 a augmenté à un taux annuel moyen d'environ 7 %, en com-

en dollars canadiens. La baisse du cours du d'environ 20 % du prix des devises étrangères

Un facteur qui, depuis 1975, a fait obstacle au progrès peuvent être freinés pendant longtemps. d'une tournure adverse des événements, les avantages évidents, mais dans l'éventualité nature gradualiste. Le gradualisme présente des stratégie visant à contenir l'inflation est de lorsque, comme c'est le cas dans notre pays, la bien longue. Cela est particulièrement vrai domaine, une période de cinq ans n'est pas leur redonner cette confiance. Dans ce efforts soutenus et beaucoup de patience pour que les gens perdent la confiance qu'ils avaient dans la valeur de la monnaie. Il faudra des ressort clairement qu'il a fallu du temps pour nomique depuis la Seconde Guerre mondiale, il un coup d'œil rétrospectif sur l'évolution éco- tenue facilement ou rapidement. Si nous jetons la première moitié des années 70 serait con- d'autres pays à la fin des années 60 et pendant inflationniste déclenchée au Canada et dans n'a jamais été réaliste de penser que la poussée

Peut-être devrions-nous d'abord admettre qu'il problème reste-t-il sans solution? contenir l'inflation au Canada. Pourquoi ce Nous n'avons sûrement pas encore réussi à négocier et sont renforcées par rétroaction. tenir la tendance à la hausse des salaires d'être élevés. Ces attentes contribuent à main- fermement que les taux d'inflation continueront ment des marchés est prévu pour 1981, on croit mener davantage. Même si un certain relâche- des produits énergétiques sont appelés à aug- alimentaires ne sont pas reluisantes, et les prix lution à court terme des prix des produits- tendance à s'accélérer. Les perspectives d'évo- rapide en 1980 qu'au cours des quelques années précédentes et qu'il avait une certaine cupant, c'est que le rythme d'inflation a été plus qu'en 1975. Mais ce qui est encore plus préoc- il n'a pas été tellement moins élevé en 1980 serait inférieur à ce qu'il a été en réalité. En fait, espérait en 1975 que le taux d'inflation en 1980

Il est certain que la Banque du Canada

nera pas les résultats escomptés. combattre l'inflation n'a pas donné et ne don- laqueille la stratégie adoptée au Canada pour

Rétrospective des cinq dernières années

en dollars É.-U. y est élevée. notre pays fait que la proportion des opérations dans notre cas. La situation géographique de économie soit moins élevée qu'elle ne l'est dollars É.-U. par rapport à la taille de leur quoique la proportion de leurs opérations en marquées que celles du dollar canadien, visées par rapport au dollar É.-U. ont été plus variations du taux de change de certaines de stabilité des taux d'intérêt aux États-Unis. Les mêmes semblables aux nôtres, par suite de l'in- d'autres pays ont été aux prises avec des pro- Je ferais remarquer en passant que beaucoup l'entretien de la fourchette-cible durant l'année. masse monétaire au Canada, et M1 est resté à le ralentissement du rythme de croissance de la compatible avec notre objectif général, à savoir sée par l'évolution de M1, cette réaction était moins élevés. Bien qu'elle n'ait pas été néces- vers des taux d'inflation et des taux d'intérêt de progresser au cours des prochaines années à laisser à l'économie canadienne la possibilité conforme à l'objectif de la Banque, qui consiste 1980. Cette réaction a été, je crois, modérée et dinaire des marchés financiers américains en la réaction de la Banque à l'évolution extraor- Telles sont les considérations qui sous-tendent

en 1980. à l'emploi au Canada que tout ce qui s'est passé doute être plus préjudiciables à la production et dans l'économie, et ces mesures auraient sans mesures vigoureuses pour remettre de l'ordre alors devenu indispensable de recourir à des spéculation. Dans cette éventualité, il serait imprévisible dans un marché dominé par la ment, ce cours serait tombé de façon brusque et

au-dessus du taux de rendement moyen des bons du Trésor à 91 jours du gouvernement canadien vendus à l'adjudication hebdomadaire. Les événements survenus par la suite ont montré que cette décision avait été opportune, et la Banque a conservé cette pratique. En fait, tant que les taux d'intérêt restent instables aux États-Unis, il est difficile de penser que le Canada puisse avoir un taux officiel d'escompte qui demeurerait fixe assez longtemps. Au début, je me suis demandé, non sans appéhension, si l'adoption par la Banque d'un taux d'escompte flottant ne serait pas perçue comme un moyen pour elle de se soustraire en partie aux responsabilités qui lui incombent à juste titre dans l'évolution des taux d'intérêt. Pour cette raison, nous avons pris l'habitude de publier un communiqué chaque fois que le taux officiel d'escompte subissait une variation substantielle. Ainsi, ceux qui s'intéressent à ces questions ont pu bien s'informer sur la nature des réactions de la Banque au fur et à mesure que la situation évoluait.

Il est assez facile de soutenir — selon le point de vue qu'on adopte — que la Banque a laissé les taux d'intérêt canadiens ou le taux de change varier trop ou trop peu en réponse aux fluctuations enregistrées en 1980 par les taux d'intérêt aux États-Unis. Les points de vue varient selon le degré de gravité que chacun reconnaît à la menace que représente l'inflation au Canada et selon la vigueur avec laquelle chacun est disposé à contrecarrer l'inflation.

Si l'on avait cherché à faire en sorte que les taux d'intérêt canadiens augmentent moins qu'ils ne l'ont fait et à favoriser ainsi une plus grande dépréciation du dollar canadien, les pressions à la hausse que subissaient déjà les coûts et les prix se seraient aggravées. Dans le climat inflationniste où nous nous trouvons, l'incidence d'une baisse du taux de change n'aurait certainement pas été limitée aux effets immédiats sur les prix des marchandises faisant l'objet d'échanges internationaux; le choc initial se serait sûrement vite répercuté sur les

autres prix. Si, étant donné les niveaux du taux de change de 1980, l'économie canadienne n'avait pas été compétitive, comme cela avait été le cas en 1976, une dépréciation de notre monnaie aurait pu constituer un remède opportun. En 1980 cependant, l'économie canadienne était très compétitive sur le plan international, grâce à la dépréciation qu'a connue le dollar canadien de la fin de 1976 jusqu'en 1978. Ce dont le pays a eu besoin depuis, ce n'est pas d'une nouvelle baisse du taux de change mais d'une détente suffisante sur les marchés intérieurs pour que soit maintenue cette position concurrentielle et que puisse s'opérer une reconstruction du flux des échanges commerciaux. Une autre partie de ce rapport retrace l'évolution assez spectaculaire qui s'est produite à ce chapitre au cours des deux dernières années. Si l'on avait couru le risque d'une nouvelle baisse marquée du taux de change en 1980, à un moment où, de toute évidence, l'économie était déjà compétitive sur les marchés internationaux et où le véritable problème consistait à éviter d'intensifier les pressions à la hausse qui s'exerçaient déjà avec une vigueur inquiétante sur les coûts de production canadiens, on aurait aggravé plutôt qu'atténué les problèmes économiques du Canada.

Bien entendu, l'argument contraire est que, quel que soit l'effet sur l'inflation et par conséquent sur nos problèmes économiques à plus long terme, la production et l'emploi au Canada auraient bénéficié à court terme de taux d'intérêt moins élevés et d'une baisse plus marquée du taux de change. Selon moi, il n'est pas certain que, même à court terme, l'économie en aurait bénéficié. Les anticipations et la confiance jouent un rôle important dans la détermination des taux de change et, si les marchés financiers et le public en général avaient eu l'impression que les autorités canadiennes étaient disposées à accepter la solution inflationniste qui aurait consisté à laisser le cours du dollar canadien baisser libre-

Pour que la Banque puisse se comporter de cette façon, il fallait que le taux d'intérêt de ses avances, soit le taux officiel d'escompte, puisse être ajusté facilement; c'est pourquoi, le 13 mars 1980, elle a commencé à fixer chaque semaine son taux d'escompte à 1/4 de point

canadien est tombé à un creux de \$£-U. 0,8249. élevé au Canada qu'aux États-Unis et le dollar à court terme était d'environ 3 points moins met atteint en décembre, par les taux d'intérêt de celle des taux d'intérêt américains. La somme presque toujours connu une évolution inverse canadien exprimée en monnaie américaine a celles des taux américains, et la valeur du dollar dérivables, ont été beaucoup moins fortes que canadiens à court terme, quoique constamment de change. Les variations des taux d'intérêt à elle, une partie de l'impact a été ressentie par les taux d'intérêt canadiens, une autre par le taux de change. Les variations des taux d'intérêt orientée entre les voies extrêmes qui s'offraient Banque du Canada. Comme la Banque s'est

sur le cours du dollar canadien ou sur les deux à la fois. La répartition de cette incidence entre les taux d'intérêt et le taux de change a été dans une large mesure le reflet des réactions de la Banque du Canada. Comme la Banque s'est orientée entre les voies extrêmes qui s'offraient aux États-Unis. Des variations d'une telle amplitude ne pouvaient manquer d'avoir une incidence considérable sur le loyer de l'argent au Canada, sur le cours du dollar canadien ou sur les deux à la fois. La répartition de cette incidence entre les taux d'intérêt et le taux de change a été dans une large mesure le reflet des réactions de la Banque du Canada. Comme la Banque s'est

procédés anti-inflationnistes.

qui semblait la plus susceptible de faciliter le

En 1980, comme au cours des dernières années, la Banque a cherché par ses opérations à atteindre son objectif global, qui consiste à créer une conjoncture monétaire favorisant la croissance de l'économie dans un climat où la valeur de la monnaie serait de plus en plus stable. Cela signifie que le taux d'expansion monétaire doit s'abaisser à la longue vers des niveaux compatibles avec une croissance économique accompagnée d'une stabilité raisonnable des prix. À cette fin, la Banque a continué de se guider principalement sur l'évolution tendancielle de la masse monétaire au sens étroit (monnaie et dépôts à vue, ou M1). Les limites de la cible de croissance de M1 étaient de 5 et 9 % l'an par rapport au niveau moyen de M1 au deuxième trimestre de 1979. Dans ce cadre général, la Banque a essayé de réagir aux phénomènes de courte durée qui se sont produits sur les marchés financiers de la manière

l'année dernière.

La politique monétaire en 1980

La politique monétaire mise en œuvre

La politique monétaire mise en œuvre

damental de déterminer librement les prix du marché et de négocier librement les accords salariaux. Il ne sert à rien de prétendre qu'il existe un remède sans douleur. Toutefois, dans l'intérêt à long terme de l'économie canadienne, il faut que le choix se fasse en faveur des politiques anti-inflationnistes, en dépit des difficultés inhérentes à ces dernières.

des marchés, le ralentissement de l'inflation se fera sans trop nuire à la production et à l'emploi. Cependant, si les marchés sont plutôt insensibles à certains groupes ont le pouvoir de continuer à faire grimper les coûts et les prix même quand les marchés s'affaiblissent — une baisse du taux d'inflation nécessitera un relâchement plus prononcé de la demande globale, ce qui aura un impact plus marqué sur la production et l'emploi.

D'aucuns avancent parfois qu'on ne peut compter sur les mécanismes du marché pour contenir l'inflation au Canada, parce que le pouvoir d'influer de façon déterminante sur l'offre et les prix que ne détiennent certains agents économiques — certaines entreprises, les syndicats, les offices de commercialisation ou les organismes investis de pouvoirs de réglementation — est tel qu'il rend les marchés trop insensibles. Nul ne peut nier que cette insensibilité existe jusqu'à un certain point et qu'elle aggrave le problème. Mais l'économie canadienne a déjà fonctionné presque sans inflation, il se peut aussi que le problème actuel soit moins difficile à résoudre qu'il ne le semble. D'une part, nous pourrions être agréablement surpris de voir combien la réaction de nos marchés serait positive si la demande était affaiblie pendant assez longtemps et si ces marchés étaient convaincus que les autorités étaient bien déterminées à ne pas dévier de leurs politiques anti-inflationnistes. D'autre part, il existe probablement des moyens qui permettraient d'accroître la sensibilité de certains marchés et que les parties en cause pourraient trouver si elles étudiaient toutes les possibilités qui s'offrent à elles. Il semble que les privilèges accordés par les gouvernements à certains groupes favorisent parfois les pratiques inflationnistes sur certains marchés; l'opportunité de ces privilèges devrait être réévaluée à la lumière de la conjoncture économique actuelle. Je crois que des efforts déployés en vue de rendre l'économie canadienne plus sensible au climat conjoncturel augmenteraient con-

Comme il n'existe aucun moyen facile ni inflationniste.

Une façon parfois proposée pour rendre l'économie plus sensible à la politique anti-inflationniste consisterait à établir des contrôles directs qui auraient pour effet d'imposer des comportements moins inflationnistes. L'expérience a montré que l'application de contrôles directs, même temporaires, donne lieu à d'épineux problèmes. À ce propos, je signale simplement que, pour être efficaces, les contrôles directs doivent être non seulement bien conçus et bien appliqués mais aussi fermement soutenus par des politiques financières anti-inflationnistes capables d'assurer la discipline de marché qui renforcera les contrôles. En l'absence de ce soutien, ces contrôles ne sauraient assurer la transition à un taux d'inflation moins élevé. Ils peuvent servir tout au plus de complément — pas de substitut — à une politique financière résolument anti-inflationniste.

Comme il n'existe aucun moyen facile ni inflationniste, aggrable de résoudre le problème de l'inflation, toutes les stratégies proposées suscitent presque inévitablement la critique. Quand les politiques monétaire et budgétaire visent à atténuer les pressions sur les prix et les coûts qui se manifestent par le biais de la dépense globale, il y a de fortes chances qu'au pendant un certain temps les revenus des entreprises diminuent et que le chômage et les capacités de production s'accroissent. Si les gouvernements essaient d'intervenir de façon plus directe dans le processus de détermination des prix et de des revenus dans le but de minimiser les pertes que l'application de politiques monétaire et budgétaire anti-inflationnistes entraînera pendant un certain temps au niveau de la production et des possibilités d'emploi, on dira que les autorités combattent l'inflation en limitant le droit fon-

sidérablement nos chances de connaître au cours des années à venir des niveaux élevés

Force est donc de conclure que les suggestions fondées sur la mise en place de mécanismes qui permettraient de ne faire aucun cas du taux d'inflation ne peuvent, dans la pratique, être prises au sérieux. Il semble y avoir consensus à ce point de vue restent toutefois généralement évasifs sur la manière de s'y prendre.

Une version plus plausible de la thèse selon laquelle il est possible d'apprendre à composer avec l'inflation est celle qui prône que la société accepte le taux d'inflation actuel, si élevé qu'il soit, et le stabilise à ce niveau. Une telle formule, prétend-on, permettrait d'éviter les difficultés que comporte le redressement de la situation inflationniste actuelle. Mais cette proposition implique aussi qu'il faudrait opposer une résistance efficace à toute accélération du rythme actuel d'inflation. Il faut alors se demander de quelle façon nous pourrions y parvenir. Certainement pas en adoucissant les politiques anti-inflationnistes. Il y a seulement quelques années, les Américains semblaient disposés à accepter un taux d'inflation de 6 à 7 % l'an, et ce taux est maintenant de plus de 10 %. Au Canada, la politique anti-inflationniste n'a pas encore réussi à empêcher que le taux d'inflation soit élevé, mais à défaut d'une telle politique, ce taux serait encore beaucoup plus élevé. Il augmentera encore davantage si les efforts déployés pour le contenir se relâchent. Ce n'est pas en acceptant un taux d'inflation stable que nous échapperons au problème de l'inflation. En fait, il n'est pas du tout évident qu'il soit plus facile d'apprendre à composer avec les taux actuels d'inflation que d'apprendre à vivre dans un climat non inflationniste. Pour ma part, je crois même que ce serait plus difficile. Quelle crédibilité pouraient avoir des politiques fondées sur l'acceptation du principe de l'inflation? Si les

politiques mises en œuvre donnaient à penser qu'on est disposé à accepter un taux d'inflation de 10 %, qui serait prêt à croire qu'on n'accepterait pas, si les choses se consent, 12 % ou plus tard 14 % ou même davantage?

En définitive, il se dégage des paragraphes précédents que notre société n'a d'autre choix que de combattre l'inflation. Les seuls choix possibles portent sur le moment où il faut le faire et sur la manière de s'y prendre. Toujours remettre cette tâche au lendemain ne peut qu'aggraver les choses.

Ces réalités sont lourdes de signification pour la politique monétaire. L'inflation implique une diminution de la valeur de la monnaie, et la valeur de la monnaie, comme celle de tout autre bien, est grandement influencée par la quantité disponible. Or, l'objet de la politique monétaire est justement lié à la quantité de monnaie disponible – c'est-à-dire à la masse monétaire – quelle que soit la définition retenue. Il n'y a pas moyen de préserver la valeur de la monnaie quand on permet à la masse monétaire de croître plus rapidement que ne le peut l'économie dans un contexte de stabilité des prix. Si l'expansion monétaire est trop forte, même des contrôles directs très rigoureux ne peuvent protéger la valeur de la monnaie que temporairement. Toute politique anti-inflationniste qui se veut efficace doit nécessairement s'accompagner d'une régulation du rythme d'expansion monétaire.

Dans une économie de marché, il existe une interaction directe entre l'expansion monétaire et les taux d'intérêt. Toutes choses égales d'ailleurs, une diminution du taux d'expansion monétaire fait monter les taux d'intérêt à court terme, et inversement. En plus longue période, la relation est différente. Si le taux d'expansion monétaire diminue, le taux d'inflation sera à la longue moins élevé qu'il ne l'aurait été autrement et les taux d'intérêt seront eux aussi moins élevés qu'ils ne l'auraient été même si, dans un premier temps, l'effet de cette diminution va dans le sens opposé. Ces interactions tiennent

L'économie, des injustices qu'elle crée au point de vue social et des discordes qu'elle entraîne sur le plan politique. L'option s'est donc alors ralliée presque complètement à l'idée qu'il fallait combattre l'inflation.

Les banques centrales à travers le monde ont bien appris la leçon de la première moitié des années 70 et, depuis quelques années, elles essaient de contenir la poussée inflationniste qui a été déclenchée. Il s'avère cependant beaucoup plus difficile de faire rentrer le génie dans la bouteille que de l'en faire sortir. Au Canada comme ailleurs, l'accélération rapide de l'inflation a engendré une grande diversité d'anticipations et de réactions de défense qui se manifestent de toutes parts dans l'économie et qui alimentent le processus inflationniste.

Nous avons donc vu le Canada et un certain nombre d'autres pays s'appliquer à poursuivre des politiques monétaires anti-inflationnistes, mais jusqu'à maintenant le taux d'inflation ne semble pas avoir diminué. Les gens ont recommencé à se demander si le jeu en valait la chandelle et s'il ne serait pas préférable qu'on apprenne à composer avec l'inflation au lieu de la combattre.

Je ne sais pas très bien ce que les gens entendent par « apprendre à composer avec l'inflation ».

Il n'y a pas plus de dix ans, il n'était pas rare d'entendre certains affirmer que les banques centrales avaient un penchant excessif pour la stabilité de la valeur de la monnaie et qu'elles serviraient mieux les intérêts économiques de leurs pays si elles étaient davantage disposées à courir des risques du côté de l'inflation. Pendant la poussée inflationniste de la première moitié des années 70, on a cessé d'entendre cet argument. L'attention s'est portée sur le caractère corrosif que revêt l'inflation tant pour les économies nationales que pour l'économie internationale, à cause de ses effets débilissants sur

La politique monétaire a suscité un très vif intérêt au cours de l'année qui vient de s'écouler, et ce, pour des raisons évidentes, à savoir le niveau élevé et l'instabilité des taux d'intérêt pendant cette période. Les causes de l'évolution des taux d'intérêt ont été abandonnées, et la Banque a fait beaucoup plus de déclarations que d'habitude pour expliquer ses politiques. Ces dernières s'étant traduites par des taux d'intérêt qui semblaient très élevés, elles pouvaient difficilement rallier la faveur du public, du moins celle des emprunteurs, mais j'ai trouvé encourageants la compréhension et l'appui qu'elles ont reçus. Bien sûr, je n'ignore pas que ces politiques ont suscité de l'opposition dans certains milieux et de l'opposition dans certains autres. C'est pour quoi je voudrais commencer ce Rapport par quelques commentaires sur les réalités dont il faut tenir compte lorsqu'on aborde la politique monétaire.

Le cadre de la politique monétaire

La Banque a reçu du Parlement le mandat de « régler le crédit et la monnaie dans le meilleur intérêt de la vie économique de la nation ». En pratique, comment faut-il considérer un tel mandat lorsque le taux d'inflation est aussi élevé qu'il l'est actuellement?

Banque du Canada

Rapport du Gouverneur - 1980

5	Observations d'ordre général
5	Le cadre de la politique monétaire
9	La politique monétaire en 1980
11	Rétrospective des cinq dernières années
15	Coup d'œil rétrospectif sur l'économie
15	L'évolution de l'économie en 1980
16	La dernière décennie
16	La première moitié de la décennie : la poussée inflationniste
22	La seconde moitié de la décennie : la lutte contre l'inflation
27	La balance des paiements
33	L'évolution financière et les opérations de la Banque du Canada
33	Les taux d'intérêt à court terme,
36	Autres aspects de l'évolution financière
39	La gestion de la dette publique
40	Les opérations de change
43	Tableaux en annexe
53	Etats financiers
57	Conseil d'administration
58	Cadres supérieurs
59	Représentants régionaux et Agences

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 27 février 1981

L'honorable Allan J. MacEachen, C.P.
Ministre des Finances
Ottawa

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de

la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur

de vous remettre ci-joint mon rapport pour

l'année 1980 ainsi qu'un état des comptes de

la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre

dernier, signé et certifié de la façon prescrite

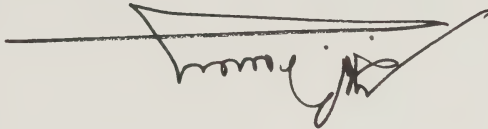
par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le

Ministre, l'expression de mes sentiments

distingués.

Le Gouverneur,



Banque du Canada
245, rue Sparks
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Imprimé au Canada

Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur
au Ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année

1980

Q A1
FN 73
A55

Bank of Canada

Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1981



Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

February 26th, 1982

The Hon. Allan J. MacEachen, P.C.,
Deputy Prime Minister and
Minister of Finance,
O t t a w a .

Dear Mr. MacEachen,

In accordance with
the provisions of the Bank of Canada Act
I am transmitting herewith my report for
the year 1981 and a statement of the
Bank's accounts for this period, signed
and certified in the manner prescribed in
the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read "G. B. Munro", is written over a horizontal line. The signature is stylized and cursive.

Governor

REPORT OF THE GOVERNOR – 1981

General Observations	5
Economic and Financial Developments	11
Interest rates in 1981	11
Recent Trends in Costs and Prices	15
International Aspects	21
The Use of Monetary Aggregates	29
Changes in Canadian Banking Legislation	33
Debt Management	35
Appendix Tables	39
Financial Statements	49
Board of Directors	53
Principal Officers	54
Regional Representatives and Agencies	55

General Observations

For the second year in a row the level and volatility of interest rates have been of great concern to many Canadians. I am much aware of the pain and frustration that interest rates have caused and are causing. I am also aware of a good deal of confusion and misunderstanding in the public discussion of the nature of the interest-rate problem, and in particular of the idea that the problem could be greatly eased by some change in the policy of the Bank of Canada. I shall deal with these matters in this Report.

Recent financial events cannot be understood unless they are seen in historical perspective. These events have been, and continue to be, dominated by responses, both public and private, to the worldwide surge of inflation that characterized the 1970s. The threat to economic performance and to social stability posed by accelerating inflation could not be ignored, and in recent years public policy in most countries has given high priority to stemming the increase in prices. This is the framework within which events are unfolding.

This framework explains why the response of fiscal and monetary policy in many countries to the current weak trend in output is so much more restrained than had become typical during earlier periods of cyclical recession. For most of the free world one of the lessons from earlier experience is that financial stimulation has been overdone. However well-intentioned the stimulative policies were, their longer-term effect was to generate inflation and thereby to prejudice the attainment by countries

of their economic and social objectives. Until confidence in the value of their currencies is much strengthened most countries have run out of room for major programs of financial stimulation.

Many other countries are experiencing the same kind of economic difficulties that Canada is. The unemployment rate is similar to or higher than ours in a number of countries and, with very few exceptions, interest rates are high. Almost every country is trying to deal with inflation in order to restore a solid basis for economic growth.

The road back to reasonable price stability is not an easy one. The change to a financial climate that is anti-inflationary from one that had been inflationary for so long has forced, and is forcing, many changes in economic practices. Some of the changes are very painful to many people. Those who made major commitments in the expectation that the climate would continue to be inflationary are particularly vulnerable and some of them are getting badly hurt. The transition to less inflationary conditions is the more difficult in that many people had found during the 1970s that to act in expectation of high rates of inflation was the profitable thing to do.

No one can yet tell how long or how rough the road back to monetary stability will be. Much will depend on economic, political and social reactions for which history provides little guidance. But there can be no turning back. The broader objectives of our societies cannot be pursued effectively without the help of money that can be trusted.

The ways that inflation weakens free societies are evident in the experience of many countries in the last decade. On the purely economic side, inflation has not encouraged good economic performance. It has hurt rather than helped market systems in playing their role of achieving an efficient allocation of economic resources. By adding greatly to the element of uncertainty in economic matters, it has reduced the chances of efficient planning. It has thereby militated against both current output and the investment needed to sustain future economic growth. But the damage to our societies goes much beyond this. The inflationary process is profoundly unfair and socially divisive. It rewards handsomely activities that contribute little or nothing to economic output at the expense of those who concentrate on productive effort. It erodes people's trust in the fairness of the economic system and leads them to depend for protection on adversarial rather than co-operative reactions. Inflation melts the glue that holds free societies together.

Since the health of free societies depends upon them restoring stable money the question is how best to do it. Many aspects of public and private policy are involved. Inflated expectations in many areas have to be reduced to more realistic dimensions. Virtually all policy options are unpleasant because they seem to bear adversely in the short run on one or another group in the society, but the issues must be faced. The danger lies in hoping that procrastination will reveal an easy solution or that the problem will go away.

The responsibility of monetary policy in the pursuit of price stability is easy to define in general terms. Monetary policy has to do with the regulation of the supply of money, and money cannot keep its value unless its supply is suitably constrained. Monetary policy must therefore have as its goal the achievement and maintenance of a rate of monetary expansion that is consistent with reasonable price stability. This is true no matter what other policies are pursued by governments and by other

groups. The process of moving towards price stability is, however, less disruptive when policies in other areas facilitate it.

The mix of anti-inflationary policies is a lively issue in a number of countries because of the very high interest rates that are involved for a time when there is exclusive or heavy reliance on monetary policy. With the same restraint on monetary expansion and more support from fiscal and other policies, as much progress in reducing inflation could be achieved with lower interest rates and with a wider and less disruptive distribution of the impact of anti-inflationary measures.

The Bank of Canada embarked in 1975 on a gradual reduction in the rate of monetary expansion in Canada and it defined its intentions in terms of the growth of currency and demand deposits, a measure called M1. Since 1975 it has periodically lowered its targets for M1 growth from the initial range of over 10 per cent but less than 15 per cent to the present range of between 4 and 8 per cent.

The Bank could have sought a faster reduction than this in the rate of monetary expansion. The main reason for the more gradual approach was to minimize the disruption of the economy in the adjustment to lesser rates of inflation. More time would permit a more orderly change. Since 1975 the Bank has frequently reminded people that the adjustment to a less inflationary climate must occur and that the Bank would increasingly resist any tendency for high rates of inflation to continue. It hoped that this forewarning would lead people to avoid situations that would be unmanageable in less inflationary circumstances.

I am of course aware that some people say that the Bank of Canada's plan for constraining inflation by a gradual reduction in the rate of monetary expansion must be judged to have failed because the rate of inflation is now as high as it was when the plan was announced. This is, of course, a serious matter and I want to say something about it.

One must start by recognizing the

facts. After some success from 1975 to 1978, subsequent progress in dealing with inflation in Canada has been very disappointing. The rate of inflation is as high now as it was in 1975. Why is this? What are the right lessons to draw from this experience?

In last year's Annual Report I dealt at some length with the principal factors which contributed to the resurgence of inflation in Canada in the last few years. Much of the same analysis is contained in the section entitled "Recent Trends in Costs and Prices" which begins on page 15 of this Report. That analysis is difficult to summarize in a sentence or two, but the essence of it is that strong upward pressure on prices and costs coming from various sources – notably from the earlier substantial decline in the foreign exchange value of the Canadian dollar, from the cyclical upswing in the United States, from the pressure on productive capacity in a number of Canadian industries, from the decline in productivity, and from the second shock from world oil prices – was not adequately countered by monetary and fiscal policy.

Thus it happened that the rate of inflation rose and expectations of continuing high inflation strengthened. One sign of the strength of expectations of inflation is that interest rates had to move to very high levels before they began to moderate the growth of total spending in the economy. That has now happened and, together with the onset of an international economic recession, has brought about market conditions that are no longer conducive to rapid rises in costs and prices.

What a review of the last few years reveals is not that monetary policy failed to be a constraining force on inflation but that until recently it was not, of itself, a sufficiently strong constraining force to cause a reduction in the rate of inflation. In the face of an environment that, until recently, was strongly inflationary, what monetary restraint did was to prevent the inflation rate from shooting upwards. That is certainly not failure. What many of those who talk about monetary policy having failed seem to be

implying is that if there had been much less restraint on monetary expansion in recent years the present economic situation would be better. It would not. It would be worse. The inflation rate would be much higher than it is and the attendant economic and social strains would be much greater. Monetary policy would then be much more exposed to the charge of failure.

* * *

Let me pause here to observe that it is much easier to analyze the economic developments of the last several years in retrospect than it would have been to forecast them. Even with all the technical advances in econometric modelling, the state of the art in economic forecasting does not allow one to foretell with much precision how the economy will develop beyond the horizon of a relatively short period. The ability of econometric models to foretell the medium- or longer-term future depends on how closely the historical or theoretical relationships built into them approximate the effective relationships in the period in question. But the essence of the forecasting problem is foretelling what the effective relationships in the future will in fact be and what allowances to make for developments outside Canada and for the evolution of economic policy. Econometric models can work out the implications of whatever relationships and assumptions are built into them, and this can be helpful, but the great precision with which they are sometimes shown as answering questions about the future is no indication whatsoever of the reliability of the answers.

The fact of the matter is that our economy, like many others, has been operating for some years under conditions that are without close precedent in economic experience. The main novel element has been sustained high inflation and shifting expectations about future inflation. It is well within the capacity of economics to explain this phenomenon and to prescribe ways of dealing with it. But the absence of much

experience with the way that inflation has affected economic interrelationships sharply limits the capacity of economic analysis to foretell exactly how and when the economy will respond to particular initiatives designed to reduce inflation.

This is why the Bank of Canada has never offered a detailed forecast of how the economy would react to a gradual deceleration of the rate of monetary expansion. That such policy would sooner or later reduce the rate of inflation in Canada was beyond serious question. But how smoothly or rapidly the process would work was not foreseeable. Much would depend on how policies in other areas developed and on how our economy was influenced by what happened outside our borders. Much would depend on how those groups that have the power to influence the prices of the goods or services they supply would respond to changes in market forces arising from the anti-inflationary thrust of monetary policy. If they were convinced that inflation would abate, and adjusted their practices accordingly, the transition would go relatively smoothly without great disruption to employment or output. But if they resisted the transition to lesser rates of inflation the transition would be disruptive. As long as monetary expansion decelerated, however slowly, the pressures on the economy would build up. If for a while prices and costs did not moderate, interest rates would be bound to rise and output and employment would be depressed. The longer the moderation of prices and costs was delayed the greater the upward pressure on interest rates would become and the more abrupt and disruptive would the eventual adjustment be.

Perhaps this is a good place to take note of one description of the Bank's policy in recent years, namely, that it is "monetarist". This characterization of the policy seems to me to come mainly from people who are far from clear about what the word means. I have a good deal of sympathy with their problem of definition for the word has been used in so many ways that it now conveys very little by itself. I note however

a tendency of those economists who would describe themselves as monetarists to criticize the Bank of Canada for not being monetarist, or perhaps for not being sufficiently monetarist.

As for the extent to which the Bank of Canada is or is not "monetarist", a later section of this Report ("The Use of Monetary Aggregates", page 29) attempts to set out the use that we make of the monetary aggregates in the conduct of monetary policy. I would summarize our approach by saying that we believe that we can reconcile the overriding need to control the rate of monetary expansion over time with some freedom to respond to short-term disturbances of either foreign or domestic origin that affect the economy. During 1980 and 1981 this freedom of manoeuvre, though limited, has allowed the Bank to moderate the effects on Canada of sharp swings in U.S. interest rates and sharp swings in flows of capital across our borders. I believe that this pragmatic approach by the Bank has helped in the pursuit of the longer-run objective of reducing inflation in Canada with the least possible economic disruption.

During 1980 the Bank was faced with the problem of responding to very sharp swings in U.S. short-term interest rates and to the swings in the exchange rate to which they gave rise. The Bank reacted in ways that spread the impact on Canada between short-term interest rates in Canada and the exchange rate. In July of 1981 the Bank again reacted in a similar way to a severe shock to the exchange rate, but this time the cause was a wave of takeovers by Canadians of businesses in Canada owned by non-residents. The scale of this activity and the way it affected the foreign exchange market are discussed in the section "International Aspects" on page 21 of this Report. In brief, it produced a large imbalance in the exchange market that was prevented from leading to a very large fall in the exchange rate by an increase in interest rates in Canada to well above U.S. rates. The high Canadian interest rates provided the incentive for enough inflow of capital to

restore a viable balance in the exchange market.

The Bank's conduct of monetary policy has not caused interest rates in Canada to move "in lock-step" with those in the United States. Over the past two years short-term interest rates in Canada have been everything from some 4 percentage points below to some 5 percentage points above those in the United States. That is quite a wide range of divergence, much wider than seems to be generally recognized.

The fact that short-term interest rates in Canada in the recent past have on occasion been below those in the United States does not mean that such a relationship is available on a continuing basis when the rate of inflation is higher in Canada than in the United States. An effort to force and hold Canadian short-term rates significantly below U.S. rates in these circumstances would lead to a sharp decline in the exchange rate. How far would the Canadian dollar fall? It is not possible to answer this question with any kind of precision. It would fall until the market felt confident that it was clearly so undervalued that some recovery could be anticipated. If the authorities of a country experiencing marked domestic inflationary pressures, as Canada is, failed to offer strong resistance to a decline in the foreign exchange rate, market confidence in the currency would be severely weakened and the decline would be great. Experience in such cases indicates that the market would push the rate down so far that the authorities would feel themselves forced to take strong measures to establish order, and these measures would certainly have to involve a substantial rise in interest rates. In any event, depreciation would add substantially to the rate of inflation in Canada and put strong upward pressure on interest rates. In the end interest rates would almost certainly have to be higher than they would otherwise have been.

The central truth about the relationship between Canadian and U.S. interest rates is that they can and do follow separate

tracks over time only to the extent that the difference is warranted by the economic circumstances. If, for example, we were to continue to have appreciably higher rates of inflation in Canada than in the United States we would not be able, more than perhaps temporarily, to escape higher interest rates here than there. If, alternatively, Canada were to have much less inflation than the United States our interest rates would be lower than theirs. Differences in inflation rates are in fact the major factor in differences in interest rates around the world.

What, then, is the power of the Bank of Canada to influence the course of interest rates over time in Canada? It is primarily the power to influence the rate of inflation in Canada, and that influence is exerted through controlling the rate of monetary expansion in Canada.

Only by restraining the rate of monetary expansion can the Bank of Canada bring about a lasting decline in interest rates in Canada. That is what it is doing. To succeed in that effort it must ensure that it does not use its day-to-day capacity to influence short-term interest rates in a way that is inconsistent with monetary restraint. At the present time that requires short-term interest rates that are high in nominal terms. They are, however, not particularly high relative to the rate of inflation. A decline in the rate of inflation is the only sure route to lower interest rates.

For this reason the Bank considers it misleading to describe its policy as a high interest rate policy. The Bank's policy is aimed at bringing about lower rates of inflation and lower interest rates. What the Bank wants is lower interest rates. If it wanted high interest rates it would follow a quite different policy. It would accommodate rather than restrain the current rate of inflation, thereby ensuring the continuation of high levels of interest rates in the future.

* * *

It seems to me that Canadians in general are not yet convinced that public

policy in Canada will be firm enough and persistent enough to bring about a major reduction in the rate of inflation in Canada. Only the fact of firmness and persistence will convince them. If, instead, they see weakness of will on the part of the authorities, they will react quickly to protect themselves against accelerating inflation in whatever ways are available to them. People's confidence in the future value of money has been severely shaken, and central banks and governments no longer get the benefit of any doubt about their will to protect the value of their currencies. It would not take much evidence of weakness of will on the part of the authorities to generate another wave of inflation in this country.

In these circumstances the Bank of Canada has no responsible option but to continue to restrain the rate of monetary expansion in Canada. In these circumstances it cannot back off from that policy.

I believe that it is equally important that other public policies also play an anti-inflationary role. Only if they do so will Canada be able to achieve and sustain dynamic prosperity. In this connection I note the emphasis that the Minister of Finance gave to this theme in his Budget Speech of last November. I welcome in particular the attention that he drew to the need that anti-inflationary monetary policy be supported by the maintenance of government expenditures within the rate of growth in the economy, and by a reduction in the government deficit and financial requirements. I believe that the problems of inflation and high interest rates will not be satisfactorily resolved without such support.

I very much hope that all others who are involved in economic decisions, whether government or private, business or labour, producer or consumer, will in their own interests recognize the need to reduce inflation. Markets for goods and services are now generally too weak to support rapid rises in prices and costs, and what is required is a response to this situation by business and labour that, through moderating price and income increases, will protect

employment and output. In those sectors of the economy that are not exposed to market pressures what is required is sufficient restraint in respect of increases in incomes to ensure that they do not lag the response in market sectors. Sooner or later, by one means or another, Canadians will have to return to less inflationary practices than they have become accustomed to in recent years. Nothing but additional stress and strain will come from resisting the transition.

A broadly similar situation exists in the United States, our main trading partner. So far one sees much more evidence there than in Canada of the responses needed to bring down the rate of inflation, and the rate of inflation there is now appreciably lower than here. If resistance to a moderating trend in costs and prices continues to be stronger here than there it will further compound Canada's economic problems. It will lead to higher rates of both interest and unemployment in this country than in the United States.

Earlier in this Report I said that money that can be trusted is essential for the good performance of a free society. I repeat it to emphasize that price stability is not an end in itself but is the means to an end. People sometimes talk about the cost of controlling inflation as being too high. There certainly is a cost but the benefit is that it will open the road to the prosperity that Canada's natural and human resources make possible. What Canadians should think more about is the cost of not dealing with inflation. To appreciate how heavy that cost would be one does not have to envisage the kind of economic and political collapse that has occurred in countries where inflation got totally out of control. All one has to do is to envisage the consequences of temporizing with the problem, namely, recurring bursts of inflation checked painfully by bursts of financial restraint, a kind of stop-go stagflation. No one wants that. Yet that is the future we face if we do not address ourselves seriously to meeting the requirements for non-inflationary prosperity.

Economic and Financial Developments

Interest Rates in 1981

As in the previous year financial conditions in Canada in 1981 were subject to turbulent forces, both domestic and external. One consequence was a lot of movement of interest rates – an upward trend to extraordinarily high levels in late summer and an easing trend since then. This section reviews the forces at work.

Developments through late summer

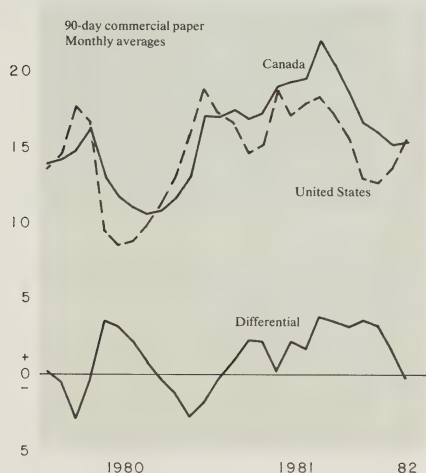
The pattern of developments in the first months of 1981 was very much a continuation of trends that were already evident

in the final part of 1980. The dominant feature was the buoyancy of economic conditions in North America. In the United States spending had picked up very sharply in the autumn of 1980 after experiencing a sharp but brief slide in the summer. In these circumstances, short-term interest rates in that country rose sharply in the latter part of 1980 and, except for a brief dip in the early spring, stayed around the end-1980 level until the late summer of 1981.

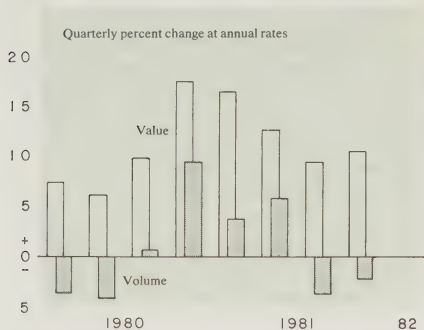
The surge in demand was not confined to the United States, and in the latter part of 1980 aggregate spending in Canada was also picking up very sharply indeed under the impetus of both domestic and external forces. Economic indicators were showing mounting strength across a wide range of activities. The level of M1 balances was growing vigorously. The rise in Gross National Expenditure in dollar terms is now estimated to have averaged about 15 per cent at an annual rate over the nine months from October 1980 to June 1981.

In this environment both inflation and inflationary expectations were taking on a new intensity. The demand for credit was very high. It was fed by the rising level of economic activity and of prices and by vigorous trading in existing real assets in anticipation of future high inflation. The latter influence was particularly evident in the housing market. These economic conditions put continuing strong upward pressure on short-term interest rates. Since rising

Canada-U.S. Short-term Interest Rates



Gross National Expenditure



interest rates were appropriate in the circumstances the operations of the Bank were directed to smoothing fluctuations in the upward trend of interest rates rather than to resisting it. Information related to the Bank's operations in 1981 appears in Appendix Tables I-III.

The upward pressure on short-term interest rates was reinforced by the weak trend in the exchange rate. The virtual absence of any gain in the exchange value of the Canadian dollar when interest rates in the United States receded for a while in the early spring was indicative of the weakness that had emerged in the overall external financial position.

One element in the generally weaker performance of the Canadian dollar against the U.S. dollar was the increase in uncertainty that followed the announcement of the National Energy Program in October 1980 and the subsequent federal-provincial energy dispute. Towards the middle of 1981 the pressure on the Canadian dollar was sharply increased by a wave of takeovers by Canadians of foreign-controlled businesses in Canada, mainly though not all in the petroleum industry. These developments are reviewed in more detail in the later section of this Report on international aspects. Downward pressure on the Canadian dollar became very great in late July and early August and the Canadian dollar lost 3 per cent in value against the U.S. dollar in the

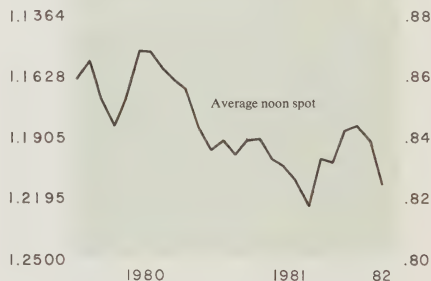
course of three weeks. The rapid slide took place notwithstanding both a sharp rise in Canadian short-term interest rates that carried them appreciably above U.S. rates and strong support for the Canadian dollar via direct intervention by the authorities in the exchange market.

The interest rate reaction was mainly a domestic market response to the decline in the Canadian dollar and without it the drop in the exchange rate would have been considerably steeper. The danger at the time was that the exchange rate slide would feed upon itself and, in a speculative and uncertain market, would go much too far. A big drop in the exchange rate would have shown up without much delay in a more or less proportionate increase in the prices in Canada of internationally traded goods and would have further intensified both inflation and expectations of inflation. The Bank had therefore no real option but to accept an appreciable increase in interest rates.

Exchange Rate

U.S. \$ in Canada

Cdn. \$ in U.S. funds

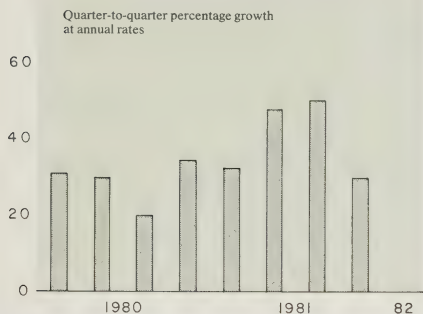


In order to reduce the downward pressure on the exchange rate the Minister of Finance in late July requested banks to cut back their lending to finance takeovers involving outflows of capital funds from Canada.

Despite the high and rising level of interest rates during the spring and summer months the rate of expansion of credit in Canada was extraordinarily rapid. An

appreciable part of this surge is attributable to the wave of business takeovers and mergers.

Growth in Short-term Credit⁽¹⁾



⁽¹⁾ Banks' business loans, commercial paper, bankers' acceptances and banks' foreign currency loans to residents

Subsequent developments

The easing in interest rates that took place from August on was due mainly to a considerably slower pace of total spending in Canada. This reflected not only a softening of domestic outlays but also a slowdown in the demand for exports.

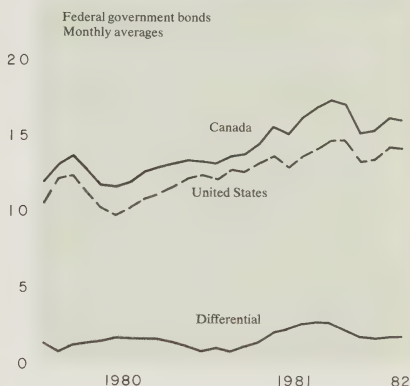
Through the rest of 1981 the climate for easier short-term interest rates was relatively favourable in other respects as well. The Canadian dollar was not subjected to sharp downward shocks of the kind that were so prominent in July and August. The wave of takeovers ebbed rapidly and the agreement in September between the federal government and Alberta on energy pricing and taxation relieved the uncertainties coming from that source. A further factor was that short-term interest rates in the United States moved down. The decline reflected a slowing in spending and in money supply growth. The moderation in spending in the United States has to date been more pronounced than in Canada reflecting mainly a greater improvement in inflation in that country than has been achieved in Canada.

In the light of these various developments and a fall in M1, the Bank conducted

its market operations and managed the cash reserves of the banking system in a way that was consistent with declining short-term interest rates.

Canadian long-term interest rates in 1981 displayed a profile similar to that of shorter-term rates in that they moved up almost continuously through the first part of the year and then fell sharply. There were, however, some differences. Long-term rates were higher at year-end than they were a year earlier, and the spread by which they

Canada-U.S. Long-term Interest Rates



exceeded comparable yields in the United States widened. The wider spread seemed to reflect stronger inflationary expectations in Canada than in the United States.

As at the time that this Report is being written, short-term market interest rates in Canada are in the range of 15 per cent and are 2 to 3 percentage points below their level at this time a year ago. They are not very far above what is widely regarded as the present inflation rate in Canada, 11-12 per cent. The considerable divergence of short-term interest rates between Canada and the United States that developed last summer and reached a peak of about 5 percentage points around the end of last November has disappeared, partly due to a decline in such rates in Canada but mainly due to an increase in the United States.

Recent Trends in Costs and Prices

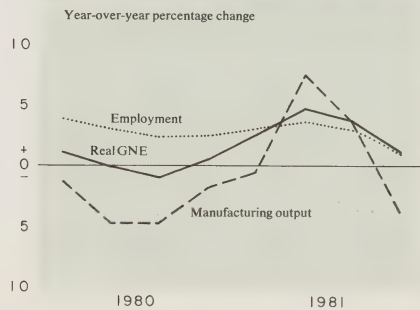
This section of the Report considers first the movement of domestic costs and prices in 1981 and then reviews the factors that have contributed to the increase of inflationary pressures in Canada over the last few years.

Costs and prices in 1981

Although Canada's overall inflation experience in 1981 was clearly unfavourable, there were signs of improvement in some areas as the year progressed. The easing of price pressures that did take place was very much associated with the general slowing of economic activity in North America and much of the rest of the industrial world. The emergence of more competitive markets made it more difficult to push up, or even in some cases to maintain, prices. While domestic costs, notably wages and energy, continued to exert pressure through the year in Canada, domestic prices in general were rising somewhat less rapidly at the end of the period than they were earlier on. Consumer prices, which in mid-1981 were registering year-to-year increases of close to 13 per cent, were rising by about 12 per cent on this basis at the end of the year, and somewhat less for recent months taken by themselves.

Following a pattern similar to that seen in the United States, the Canadian economy rebounded sharply in the second half of 1980, growing by about 5 per cent in real terms from mid-1980 to mid-1981. This was due to a broadly based surge of spending in the economy, as Gross National Expenditure in current dollars expanded at an annual rate of about 15 per cent. In the process, the Canadian unemployment rate declined from 7.9 per cent in May 1980 to a low point of 7 per cent in April 1981. The faster pace of economic activity was also reflected in an increase in industrial output

Selected Output and Employment Measures



relative to capacity, with capacity utilization in a number of industries climbing back to the peaks reached in 1979. By the spring of 1981 some signs emerged that economic activity was beginning to slow, as also was becoming apparent in the United States. However, it was not until the third quarter that real GNE in Canada actually recorded a decline, and not until September that there was any clear evidence of an easing in the demand for labour. In more recent months current dollar spending in the economy has been advancing less rapidly than before. This has been reflected mainly in a recession in production and employment, but there has also been some moderation in inflation in response to the changed economic environment.

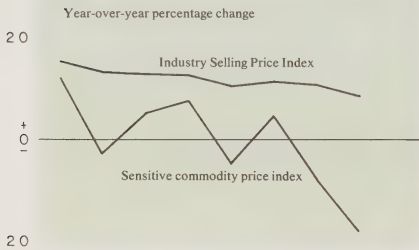
Commodity prices turned downwards as early as November 1980, when North American interest rates increased sharply. In the second half of 1981 commodity prices

were consistently below year-earlier levels. Good crops of wheat and other grains made an important contribution to this development but the weakening of prices for meats and a wide variety of industrial materials was more a response to the easing of demand. Lumber prices were particularly soft as housing starts in the United States declined for the second year in a row. Responding to these changing market conditions, the rise in Canadian industry selling prices also began to slow from mid-1981. As with commodities, a more moderate trend for industrial prices showed up first in a limited number of sectors, particularly lumber and automobile related products, but by year-end the easing had extended across the range of industrial goods.

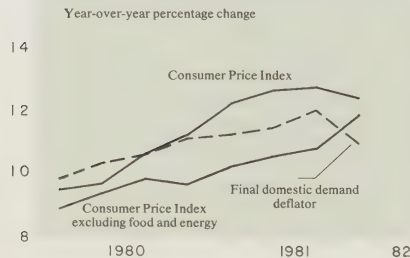
As was noted above, the inflation rate for consumers has slackened somewhat in recent months. However, the improvement has been much less than for industrial

Indicators of Prices and Costs

Commodity prices and industry selling prices



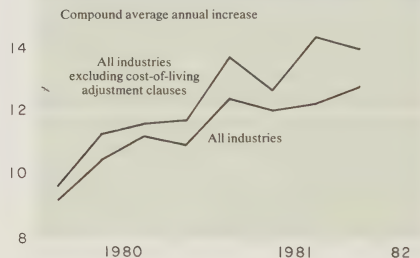
Aggregate price indexes



Selected wage measures



Wage settlements over life of contract



prices, notwithstanding the marked slowing in the rise in the cost of food at the retail level that has mainly reflected underlying commodity developments.

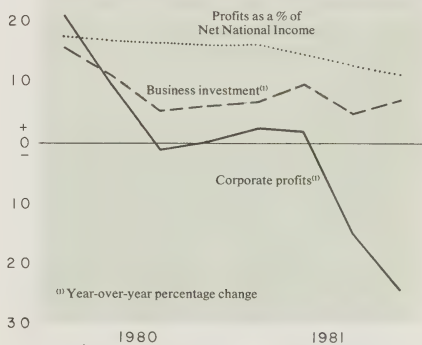
The jump in domestic energy prices in 1981 was an important factor pushing up consumer prices. Oil and gas prices at the wellhead began to move up more rapidly towards world levels from late 1980 under the influence of the federal government's National Energy Program. To these price increases were subsequently added federal surcharges designed to reduce the net subsidy provided to oil consumers and to help finance Canadianization of the domestic oil and gas industry, as well as some provincial taxes. The oil and gas pricing agreement announced in early September by the federal government and Alberta implies that the energy component of the Consumer Price Index will continue to rise relatively rapidly, but still considerably less than in 1981 when it went up by some 30 per cent. The likely pace of increase should moderate further still if the current worldwide weak demand for oil products continues.

Retail prices other than for food and energy rose at a faster pace during 1981 than in 1980. This was not surprising given that prices of these consumer goods and services tend to react less systematically and more slowly to changes in the pace of economic activity than do those of goods at a less advanced stage of processing. While the prices of most durables and semi-durables did show some moderation in the second half of 1981 in response to the declining pace of business activity, these downward influences generally were outweighed by the continued rapid growth of prices in sectors where total costs are dominated by labour compensation. For example, the price of services excluding shelter, perhaps responding with a lag to the earlier tight conditions, rose at a 14 per cent annual rate during the last quarter of the year. Moreover, to these domestic influences pushing up prices was added the effect of some depreciation of the Canadian dollar against the U.S. dollar. This contributed, along with rising U.S.

prices, to a substantial increase in the Canadian dollar price of imported goods and services.

Labour costs account for about two thirds of all production costs for the business sector as a whole. Thus, the strong rise in labour costs put an effective limit on the pace of deceleration of Canadian inflation in the latter part of 1981. While there was some cyclical increase in measured productivity per worker in the first half of 1981, there was no evidence of any permanent improvement in the trend of productivity growth. Without such an improvement, the rise in labour costs of production keeps step with the rise in wages. The 12 per cent increase in the average industrial wage in 1981 was substantially above the increase recorded in 1980. Moreover, wage settlements, an important leading indicator of advances in wage costs, increased strongly in 1981. Newly negotiated wage settlements without cost-of-living adjustment (COLA) clauses rose by over 2 percentage points to a 13½ per cent annual rate of increase in 1981 and were over 14 per cent in the second half of the year. Increases of this magnitude were apparent in both the public and the private sectors.

Corporation Profits and Business Investment



The fact that prices and output have tended to react more rapidly than wages to the recent easing of demand through 1981 has had a sharp impact on the profits of

commercial enterprises. Business profits fell sharply in 1981, and as a per cent of net national income they declined from over 17 per cent early in 1980 to about 12 per cent in the second half of 1981. These developments have contributed in turn to a sluggish demand by business for both labour and new plant and equipment. The unemployment rate rose in consequence from close to 7 per cent in the summer to over 8 per cent more recently – 8.3 per cent in January 1982 – and the pace of business investment outside the energy sector weakened during the year.

The increase in inflationary pressures in recent years

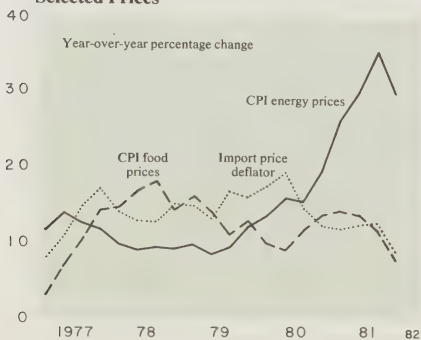
After having moderated substantially from the very high levels of inflation seen in 1974 and 1975, prices began to rise noticeably faster in a few important sectors of the economy as early as 1977. The price gains were at first small and localized, but inflation began to build up as the markets for goods, services and labour gradually tightened over time.

By 1978 the upward pressure on prices was much more prominent. The rise in domestic food prices accelerated to over 15 per cent in the year and beef prices jumped by 45 per cent. While to some extent this was a cyclical rebound from the low prices for food seen in 1976, the declining exchange value of the Canadian dollar

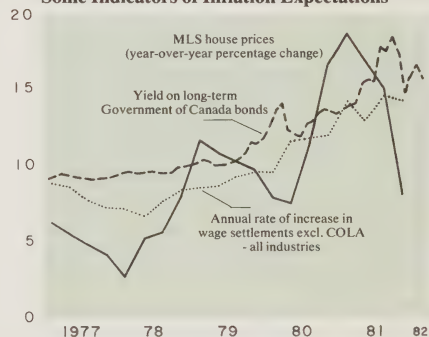
also played a role. By 1979 Canadian food price increases were moderating but the effects of the currency depreciation on other domestic prices had become widespread. To these forces for higher prices were then added the influence of stronger demand and price pressures in the United States which contributed to a further substantial increase in the prices of both imports and exports; the rise in import prices accelerated to a peak rate of 17 per cent in the year ending in the first quarter of 1980, while the price of exports rose by 23 per cent over the same period. As these inflationary forces in turn began to wane under the restrictive influence of firmer U.S. monetary policy, they were replaced in 1980 and 1981 by the effects of the domestic energy price increases noted above.

The cumulative effects of these price pressures generated a growing perception in Canada of accelerating rather than decelerating inflation. In turn, this prompted

Selected Prices



Some Indicators of Inflation Expectations



defensive measures in goods and labour markets which led to more cost and price pressures. The sharp climb in house prices in many urban centres in 1980 and early 1981 was a particularly striking example of intense inflationary expectations since it took place against a backdrop of higher mortgage rates. The considerable step-up in company takeover activity, in many cases

resulting in a sharp rise in asset valuations, was another instance. As was noted earlier in this Report in the section on interest rate developments, bond yields have also been under continual upward pressure and the spread over U.S. rates has tended to widen, pointing to more adverse inflation expectations in Canada than in the United States.

In principle, restrained demand conditions in the economy can over time offset the influence of relative price shocks and prevent a sustained pickup of inflation. But in the late 1970s, the forces acting to slow spending proved insufficient to neutralize the upward push on the inflation rate coming from the array of price pressures noted above. Indeed, the lower level of the Canadian dollar and strong investment outlays spurred the rise in aggregate demand between 1978 and mid-1981, and the overall stance of demand management policies was not sufficiently restrained to overcome these other demand and direct price influences. Monetary policy proved to be more gradualist than it was intended to be. While the rate of growth of federal government expenditures relative to GNE slowed after 1974, a number of discretionary tax reductions were made between 1974 and 1980. These contributed to the increase in the size of the federal government deficit over that period and to the growth of spending generally in the economy.

For most of the three years between mid-1978 and mid-1981 there were increasing rather than decreasing pressures on Canada's productive capacities. The unemployment rate, for example, fell through the period from 8½ per cent to 7 per cent in the spring of 1981. At the same time, the ratio of those employed to those of working age rose almost without interruption to record highs, while the help wanted index and other measures of labour market conditions continued to point to increased market tightness. As has been discussed in recent Annual Reports, operating rates in a large number of industries, particularly those producing goods for export or competing with imports, also rose to effectively high

Selected Labour Market Indicators



levels in 1978 and 1979 and then fell back only temporarily in the early part of 1980.

There is no question that some industries faced difficulties in this period, and that many aggregate measures indicated that slack in the national economy remained high by traditional standards. However, interpretation of these indicators is complicated by a number of factors. In particular, the Canadian economy has been subjected since the middle 1970s to the major relative price disturbances coming from higher energy prices and a lower value for the Canadian dollar. These have benefitted particular groups or sectors in the economy while at the same time reducing profits and the

prospects for growth enjoyed by other groups or sectors. The pervasive impact of all these developments can be seen over recent years in the relatively faster growth rate of the western provinces in general, and the difficulties of the automobile industry in particular. During any period when factors of production such as labour and capital are moving on a large scale from less favoured to more favoured sectors, traditional measures of capacity output and full employment have to be viewed with particular caution. They tend to overstate the size of the gap between actual output and the level that is potentially available without fuelling inflationary pressures.

The sustained high demand for labour through the period to mid-1981, allied with the recognition that price pressures of the kind described above were putting downward pressure on incomes in real terms, that is in terms of their purchasing power, led to accelerating increases in compensation in money terms. However, there was no accompanying real gain; prices tended to rise faster still. The fact that real incomes did not show the same growth as before 1975 reflects an underlying economic reality. The rate of improvement over any extended time period is primarily determined by the

growth of output per worker or productivity. For reasons that go far beyond the cyclical experience of recent years, productivity has stayed virtually flat in the Canadian economy since 1976. This implies that the most basic requirement for real income gains has not been met.

Favourable developments in Canada's international terms of trade – the prices Canada receives for its exports compared with those it pays for imports – can at times allow real incomes to grow faster than productivity. Unfortunately, since 1976 this factor has been working in the opposite direction. The international terms of trade have fallen substantially in recent years, thus reducing the purchasing power of Canadian production on the world market. Upward adjustments in energy prices have similar shorter-run adverse effects on the purchasing power of energy users, even if the ultimate effects are beneficial in terms of energy supply and conservation and in terms of improving the economy's productive potential in the years ahead. The general pursuit of higher nominal incomes in an attempt to offset the influence of such developments must eventually prove ineffective, but it does serve to give further impetus to the inflationary process.

International Aspects

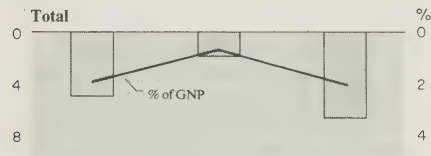
A striking feature of Canada's international transactions in 1981 was the very large need for external borrowing to which they gave rise. The main components of this need were a deficit of about \$7 billion in Canada's balance of international payments on current account and a net outflow of about \$10 billion arising from changes in

direct investment, that is, in investment in businesses where the investor has control of, or some direct interest in, the business being financed. The comparable amounts in 1980 were each about \$2 billion. The 1981 requirements depressed the foreign exchange value of the Canadian dollar from time to time during the year and especially

Balance of Payments⁽¹⁾

Billions of dollars

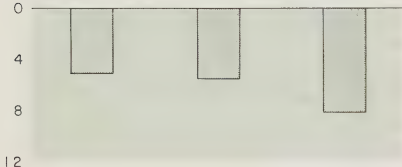
Current account



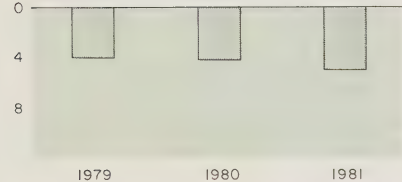
Merchandise trade



Interest⁽²⁾



Other⁽³⁾



Long-term capital account: Major components

Takeovers from non-residents of firms in Canada



Other direct investment in Canada



Net direct investment abroad



Net new issues of Canadian bonds



Other⁽⁴⁾



⁽¹⁾ 1981 estimated except merchandise trade

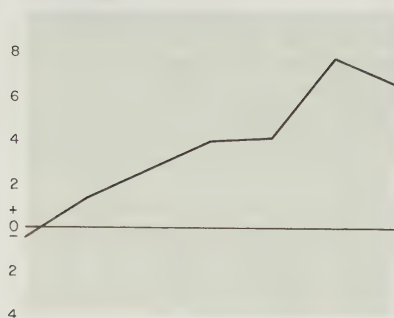
⁽²⁾ Includes miscellaneous income which is mainly interest on investments other than bonds

⁽³⁾ Includes dividends, travel, commercial and government services, and unilateral transfers

⁽⁴⁾ Largely short-term capital

Merchandise Trade

Balance
Billions of dollars

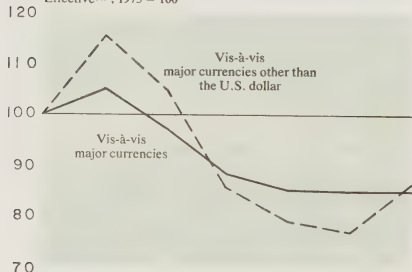


Major influences

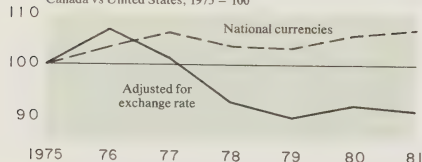
Exchange rate (annual averages)
Cdn. \$ in U.S. funds



Effective⁽¹⁾, 1975 = 100



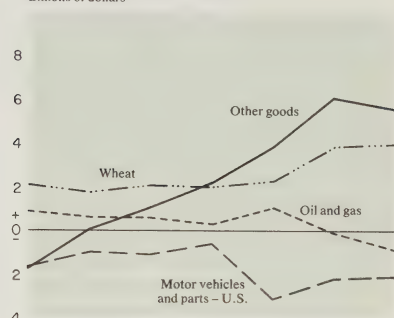
Relative unit labour costs⁽²⁾
Canada vs United States, 1975 = 100



⁽¹⁾ Canadian dollar in terms of currencies of ten major trading countries, weighted by their relative 1973 shares in Canada's foreign trade

⁽²⁾ Wages, salaries and supplementary labour income per unit of real GNP

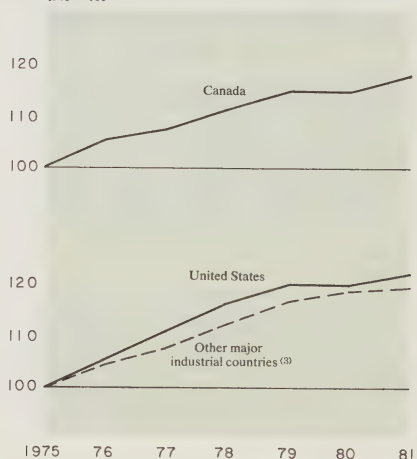
Balance on selected components
Billions of dollars



Terms of trade
1975 = 100



Real GNP
1975 = 100



⁽³⁾ Real GNP/GDP in Japan, United Kingdom, Germany, France and Italy weighted by their shares of Canadian exports

just after mid-year, and their financing increased substantially the amount of external interest-bearing debt that must be serviced in the years ahead.

The increase in Canada's international deficit on current account was due partly to a decline in the surplus on merchandise trade (from \$7³/₄ billion to \$6¹/₂ billion), partly to an increase in the deficit on services and transfers other than interest payments (from over \$4 billion to about \$5 billion), but mainly to an increase in the net payments of interest (from \$5¹/₂ billion to about \$8 billion if one includes what is recorded as miscellaneous income and is mainly interest on non-resident investments other than bonds).

The large increase in net interest payments to non-residents arose mainly from the substantial increase in the interest-bearing debt of Canadians to foreigners but was due also to an increase in the rates of interest payable on that debt.

In respect of the balance on merchandise trade, imports increased strongly from the latter part of 1980 to mid-1981 in line with the pickup in total spending in Canada but declined abruptly in the fourth quarter of the year as domestic demand weakened. Exports too rose fairly briskly in the first half of 1981 reflecting the buoyancy of demand in the United States, but they were little changed in the second half of the year as external demand eased. Canada's deficit on crude petroleum widened sharply in the wake of production cutbacks by Alberta in March and June and narrowed considerably after the cutbacks were rescinded in September; for the year as a whole it widened by over \$1 billion to more than \$5 billion.

There were three main types of direct-investment flow across Canada's borders. The two smaller components were the investment of some \$5 billion by Canadians in businesses abroad and the investment of over \$2 billion by non-residents in businesses in Canada. The other component was the sale by non-residents to Canadians of some \$8 billion of their controlling interests

in businesses in Canada. The greater part of these takeovers was in the oil and gas industry and was in accordance with the Canadianization aspect of the National Energy Program but a considerable part was outside the energy field.

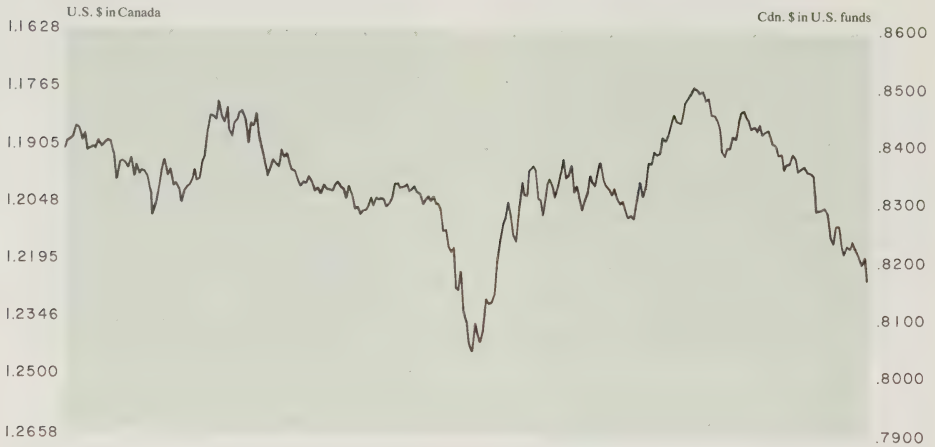
In the circumstances that existed, purchases of foreign-owned businesses in Canada had to be financed through additions in one way or another to Canada's interest-bearing foreign indebtedness. In most cases this was accomplished by the Canadian purchasers doing the related foreign borrowing. They did it mainly by borrowing U.S. dollars from Canadian banks, which in turn borrowed the funds on international money markets. But a significant part of the takeover activity included no arrangement for foreign financing. In those cases Canadian dollars were converted in the exchange market, putting immediate downward pressure on the Canadian dollar. In July that pressure was very great. Large sales of Canadian dollars in an exchange market that had already been unsettled by the growing scale of takeover operations triggered a steep slide in the exchange rate. As was noted in the earlier section on interest rate developments, in late July the Minister of Finance requested banks to limit their financing of such operations in order to ease the pressure on the exchange rate.

The effect on the exchange market of the foreign exchange conversions produced by the wave of takeovers was reinforced both by uncertainty as to the scale of conversions from further takeovers and by longer-term balance of payments considerations. In respect of the longer term, it was clear that the annual interest cost of the foreign borrowing done to finance the takeovers would be much larger for many years than the dividend payments that would have been made by the enterprises taken over. In that way Canada's need to borrow abroad in the foreseeable future was being increased.

Much of the foreign borrowing required to balance Canada's international payments in 1981 came from sales to non-

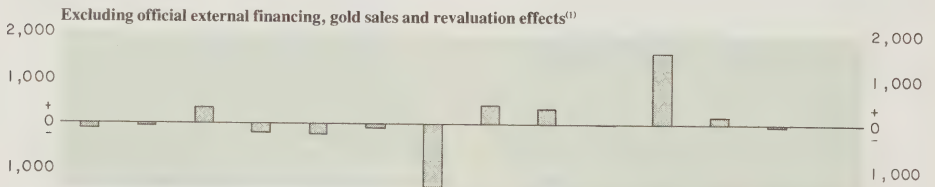
Exchange Rate

Spot closing rates, daily

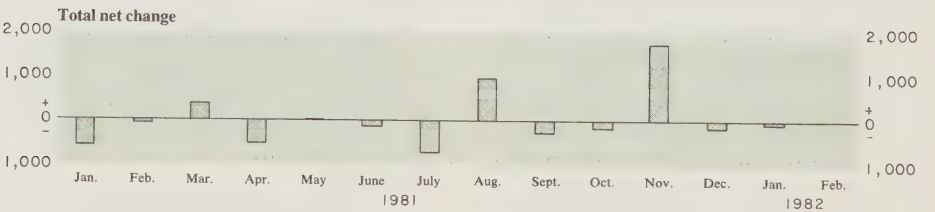
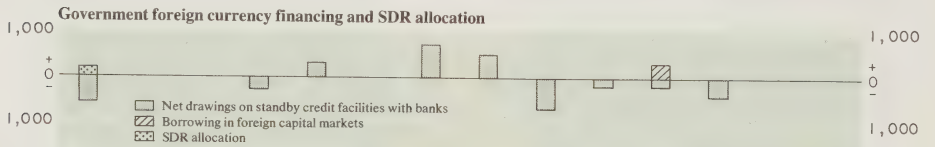


Changes in Official Reserves

Millions of U.S. dollars, monthly



⁽¹⁾ The U.S. dollar value of SDR-denominated assets (gold, the IMF position and SDRs) rises when the exchange rate of the U.S. dollar declines in terms of SDRs, and decreases when the opposite occurs.



Last date plotted: exchange rate February 25, 1982
official reserves January, 1982

residents of a very large volume of bonds issued by Canadian borrowers. These totalled well over \$10 billion compared with less than \$3 billion in each of the previous two years. The great majority of the bonds were denominated in U.S. dollars but significant amounts were denominated in other foreign currencies and there was a considerable volume of Euro-Canadian dollar issues. The upsurge of bond financing abroad was associated with an increase in total bond financing by Canadian borrowers and appreciable interest rate differentials in favour of long-term borrowing abroad. As interest rates fell back from their late summer peaks borrowers took advantage of the stronger markets. This led to a particularly heavy volume of bond financing abroad in the fourth quarter of the year.

Very large amounts of foreign currency, mainly U.S. dollars, were borrowed by the Canadian banks in 1981 in international financial markets to finance foreign currency loans to Canadians. This was the channel of financing used by most of the purchasers who paid for their takeovers in foreign currency. Financing through this channel was the principal component of the flows shown in the bottom right-hand panel of the chart on page 21.

Foreign exchange operations by the

Bank of Canada as agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance continued to be directed towards dampening fluctuations in the exchange rate. These operations sometimes involved sizeable official purchases and sales of foreign exchange with consequent changes in the level of Canada's official reserve holdings. At times during the year, especially in July and August, the medium-term revolving standby credit facilities with banks were drawn upon to supplement reserves; however, by year-end all outstanding drawings had been repaid in full.

* * *

For the Western industrial countries 1981 was a difficult year, characterized by continued slow growth and sharply rising unemployment. As is evident from the table the upward trend in unemployment in the United States and major European countries during 1981 was sharper than in Canada and at year-end some were experiencing higher unemployment rates. At the same time, progress in reducing inflation has been uneven. Though the United States and Japan both experienced a considerable deceleration in inflation, the U.S. rate remained historically high. In the European countries, partly because of the effect on

Selected Economic Indicators: Major Industrial Countries

	Growth rate		Unemployment rate*		Inflation rate - CPI		Short-term interest rates
	(% change in GNP/GDP) 1980	1981 (est.)	(Seasonally adjusted) December 1980	December 1981	(% change, 12 months ending) December 1980	December 1981	(Large deposits, 3-month) Mid-February 1982
United States	-0.2	2	7.3	8.8	12.4	8.9	16.4
Japan	4.2	3 ³ / ₄	2.2	2.2	7.0	4.4	6.5
Germany	1.8	-1 ¹ / ₄	4.5	6.7	5.5	6.3	10.3
France	1.2	1 ¹ / ₂	6.7	8.4	13.6	14.0	14.1
United Kingdom	-1.8	-2	8.8	11.5	15.1	12.0	14.7
Italy	4.0	-	7.5	9.0	21.3	18.1	21.4
Canada	-	3	7.4	8.6	11.2	12.1	15.6

*National definitions and therefore not strictly comparable between countries; Italy, fourth quarter rates.

the cost of imports of the appreciation of the U.S. dollar during much of 1981, progress was mixed. Though the rate of inflation in both the United Kingdom and Italy slowed, it remained very high in the latter. In both Germany and France rates of price increase were higher than in 1980.

Public policies have by and large continued to be directed towards a reduction of inflation as an essential prerequisite for improving economic performance. Most countries have been endeavouring to contain budget deficits; however, these deficits remain large, owing primarily to the impact of slower growth. Overseas countries have had to take into account interest rate developments in the United States because of their concern that undue depreciations of their currencies would add to inflationary pressures. Other industrial countries' trade with the United States is a much smaller proportion of their total exports and imports than is the case for Canada, and a change in the value of their currencies in terms of the U.S. dollar thus has a much smaller impact on their effective exchange rates. However, the fact that oil and some other commodity imports are priced in U.S. dollars increases the significance of fluctuations in their currencies vis-à-vis the U.S. dollar.

* * *

During recent years many of the developing countries and some of the Eastern European and smaller industrial countries have built up large external debts. A large part of this borrowing has been done on the private capital market, mainly through the international banking system. The serious problems that some countries are now having in managing their debts are putting strains on the international financial system.

Borrowing on international capital markets by Eastern European countries declined in 1981, falling sharply in the second half of the year as lenders became increasingly cautious, especially in the light of the situation in Poland. There was, however, a significant increase in funds raised by non-

oil developing countries, although it was concentrated in a small group of mainly higher income countries. Lower income countries, which have limited access to international financial markets, continued to rely heavily on official grants and loans.

During the past year world oil market conditions eased in large measure because of a softening of demand. Prospects for price stability improved following the agreement by OPEC countries last autumn not to increase posted U.S. dollar oil prices in 1982. With continued rapid growth in their imports and a decline in their exports, the current account surplus of the OPEC countries appears to have decreased in 1981 by more than a third from the peak of over U.S.\$100 billion in 1980. The counterpart to this narrowing was a reduction in the combined deficits of industrial countries. The non-oil developing countries as a group probably experienced a further widening in their deficits. Their exports were adversely affected by the slow growth in the industrial countries and the associated weakening in world commodity prices, and their debt service burden was increased by higher interest rates on international markets.

Although the OPEC surplus is expected to continue to narrow in 1982, the balance of payments financing needs of the developing countries and of the smaller industrial countries are likely to remain large in total. At the same time the international banks have tended to become more concerned about the profitability of their international lending operations and the degree of concentration of their country risk exposure. There is also some concern about the adequacy of their capital bases to support continued intermediation on the scale of the past few years. The countries involved are finding their policies and prospects subject to more intensive market scrutiny; this is being reflected in a greater differentiation of interest rate spreads between borrowers.

The International Monetary Fund has recently been playing a more active role in the adjustment process. Net disbursements

to developing countries have increased significantly in the past two years and there has been an even sharper increase in commitments. In large part this has reflected the Fund's new policy of enlarged access, in support of which the Fund has substantially increased its borrowing from some member countries. Canada is participating with the monetary authorities of most industrial countries in arrangements that will enable the Fund to obtain up to 1.3 billion of Special Drawing Rights (approximately equivalent to \$1.8 billion) in short-term financing, either directly or through the Bank for International Settlements.

Most of the recent increase in financial assistance by the Fund to countries facing external payments imbalances has been conditional on the implementation of suitable adjustment policies. Provision of temporary balance of payments financing of this nature, as distinct from longer-term lending for developmental purposes, is an essential part of the Fund's role in the international monetary system. Although the Fund can meet only a relatively small part of total financing requirements, its involvement can encourage countries to follow policies that will increase their creditworthiness and their access to other lenders.

The Use of Monetary Aggregates

In this Report the importance of controlling the rate of monetary expansion has been emphasized. This section discusses some of the issues involved in putting this basic proposition into practice.

There is no single definition of the money supply. A whole range of liquid financial assets, reflecting varying degrees of "moneyness", exists in Canada. These assets can be combined into a wide spectrum of alternative definitions of the money supply. At one end of the spectrum there is as narrow a definition as the currency and deposit liabilities of the Bank of Canada, often called central bank or base money. At the other extreme there are broad aggregations which include all deposits at banks and other financial institutions along with public holdings of liquid securities issued by governments and non-financial corporations.

The aggregate chosen by the Bank for special attention is a narrowly defined one, namely currency and the demand deposits at chartered banks held by the general public. This aggregate, usually called M1, is a measure of the money balances held by individuals and businesses for making payments. The Bank's decision to make particular use of M1 is based on two main characteristics of this aggregate. One is the fairly stable and systematic relationship that has been observed between upswings and downswings in the rate of growth of the dollar amount of total spending in the economy and in the growth rates of money holdings defined in this way. When total spending in the economy has accelerated, whether because of more rapid increases in the volume or prices of transactions, the public has typically sought to hold larger money balances to facilitate its payments and these

actions have raised the rate of M1 growth. The second characteristic is that M1 can be steered along a target path more readily than the larger aggregates. The steering mechanism used is the influence the Bank of Canada can exert on the level of short-term interest rates. For example, an increase in short-term interest rates encourages holders of currency and demand deposits to economize on these non-interest-bearing balances thereby slowing M1 growth.

The Bank has been setting targets for the growth of M1 since 1975 with the objective of giving more weight than previously to longer-term considerations in the conduct of monetary policy. The targets for M1 have been gradually reduced from an initial range of 10 to 15 per cent growth to the current range of 4 to 8 per cent.

In the course of pursuing its targets the Bank has not considered that it was wise to place a great deal of emphasis on the short-run performance of M1. There are a number of reasons for this.

One reason is that M1 is affected over the short term not only by broad economic and monetary conditions but by other influences as well. Some of these influences are readily identifiable. For example, postal strikes have led to temporary buildups of balances in the chequing accounts of individuals, and the yearly Canada Savings Bond campaign and the annual payment of interest on outstanding savings bonds in November have had transient influences on M1 because of the associated large flows of funds in and out of bank accounts. There are however frequent fluctuations in M1 for which no explanations have been identified. Although most of these fluctuations are neither large nor long-lasting, they can

sometimes cause M1 to diverge from its basic trend for several months.

There is no apparent benefit in attempting to smooth these fluctuations since they do not reflect basic economic trends. To do so would require sharp swings in interest rates which would cause difficult adjustment problems for both borrowers and lenders.

A second reason is that M1 does not immediately reflect sudden changes in economic forces. In instances where it is possible to anticipate with some certainty the effects of economic shocks, including their implications for M1, the Bank has responded to those shocks immediately rather than wait for them to be reflected in M1. The most prominent recent examples have been sudden movements in the foreign exchange value of the Canadian dollar related to the sharp fluctuations in U.S. interest rates or to other developments. In the inflationary environment which has existed in Canada a significant decline in the Canadian dollar leads before long to a faster rise in prices, a higher dollar amount of total spending in the economy and an increase in holdings of M1 balances to facilitate that spending. The Bank has reacted immediately to moderate potentially inflationary movements in the exchange rate rather than wait until an exchange rate induced increase in inflation pushed M1 through the top of its target band.

Similarly the Bank has on occasions resisted tendencies for short-term interest rates to decline to levels that seemed low relative to the rate of inflation. In the past when short-term interest rates have remained below the rate of inflation for any length of time they have provided disproportionate incentives for increased borrowing, thereby fuelling speculative activities and contributing further to inflationary pressures.

Actions by the Bank to moderate excessive exchange rate or interest rate declines have on occasion caused M1 to move below its target range or to remain there somewhat longer than otherwise. However,

these divergences from the target have been temporary and the Bank believes that this approach has been preferable to one of permitting inflationary pressures to build up before monetary policy responds.

The use that can be made of M1 in the short run has also been complicated because its path has been altered by a number of innovations in banking arrangements. The average size of M1 balances that businesses and individuals hold has been significantly lowered in recent years relative to the dollar amounts of their payments because of these innovations.

As interest rates have risen large corporations have increasingly been trying to minimize their demand deposit balances. In 1976-77 they were able to achieve a substantial reduction in those balances because of improved cash-management facilities being offered by banks. Although the Bank was aware of this development as it was taking place, it was not possible to estimate the magnitude of the effect on M1 until after the process was largely complete, and during that time the growth of M1 was a less reliable guide for monetary policy. The M1 targets established in 1976 and in 1977 have provided a considerable but incomplete offset to this shift in M1.

A more recent innovation has been the widespread availability since late 1979 of savings accounts on which interest is calculated on a daily basis. These accounts are an attractive home for temporary surpluses of funds that would otherwise have accumulated in the non-interest-bearing chequing accounts of individuals. They therefore provide an incentive for individuals to manage their affairs with smaller balances on average in their chequing accounts. Since personal chequing accounts are a component of M1 and daily interest accounts are not, the result has been to reduce the growth rate of M1. When the current target growth rates for M1 were announced in February 1981, the level of the target was adjusted downward to take account of this. The downward adjustment was achieved by choosing a new base from which to measure

the target growth rates that was slightly less than one per cent below the centre of the previous target range.

During the past year there has been a further substantial increase in the balances in daily interest savings accounts and a portion has once again come at the expense of the growth of personal chequing accounts. The interpretation of the recent path of M1 requires that some account be taken of this further shift. As a preliminary estimate it would appear that the growth of M1 has gradually been lowered by something like an additional two percentage points during 1981 from what it otherwise would have been. The Bank will take this additional shift into account in its next adjustment to the target range for M1.

Some further innovations in banking arrangements likely to affect M1 are underway and there are others that are widely expected. For example some financial institutions have introduced deposit accounts for individuals that provide both chequing services and a competitive interest return if balances are held in excess of some minimum level. These accounts may lead many individuals to give up separate personal chequing accounts. There are in addition developments taking place which are likely to lead to the cash-management services now obtained by large companies being offered by the banks to medium-sized enterprises as well. In the future there is the possibility that the evolution towards the use of electronic means of transferring funds will lead to a change in the use of chequable balances. The Bank is keeping close track of these developments.

Shifts in the desired quantity of transactions deposits certainly complicate the interpretation of short-run movements in M1 since the adjustments that are necessary take some time to be determined. However, the Bank expects that it will be possible to identify and take sufficient account of shifts to preserve the usefulness of M1 as a longer-run policy target.

* * *

The fall in M1 in the latter half of 1981 raises some difficult problems of interpretation. Following the temporary buildup of transactions balances during July because of the postal strike, M1 was affected by the conjunction of a number of influences operating to reduce it. The increase in short-term interest rates from May through to the peak reached in early August had a major downward impact. The slower advance of spending in the autumn provided a further depressing influence. There was in addition the ongoing shift of deposit balances out of non-interest-bearing chequing accounts into daily interest savings accounts. This shift in fact accelerated during the last half of the year because of the sharply increased incentive provided by interest rate levels. The subsequent decline in interest rates since August has reversed the direction of the interest rate influence on M1. As a result some recovery of M1 has already taken place but it will take some months for this influence to have its full effects. However, the movement of M1 over the past few months is well outside the range of what can be explained by changes in total spending and interest rates even after allowance is made for the shift of funds into daily interest savings accounts.

One possibility that the Bank is investigating is that there may be a problem in the statistical measurement of the M1 aggregate. Estimating the quantity of M1 balances held by the general public is complicated by the need to eliminate the double counting caused by cheques that have been deposited in payees' accounts but are in transit in the banking system and have yet to be debited from issuers' accounts. Thus cheques and other payment items in transit must be deducted from the gross demand deposits reported by the banks in order to calculate M1. Estimates* of the dollar amount of items

* Since it is not possible to obtain a direct measure of cheques in transit on the weekly basis used for money supply statistics, an estimate is calculated residually as the difference between bank liabilities, including capital, and reported bank assets. Thus a data error in any balance sheet item will affect the estimate of cheques in transit.

Money Supply and Target Growth Ranges

Currency and demand deposits (M1)



in transit have been subject to substantial revisions recently because of some reporting problems associated with certain changes arising from the revised banking legislation. These changes include the purchase by banks of the minority shareholdings of their subsidiary companies and the consolidation of these subsidiaries with the parent bank in the data reported under the newly revised statistical reporting system for banks.

In these circumstances the Bank is, for the time being, not inclined to draw inferences about monetary conditions from the recent pattern of M1 growth beyond those that can be confirmed by other economic and financial indicators.

The Bank has examined monetary aggregates that are more broadly defined as possible guides for policy but so far at least they do not provide attractive alternatives to M1. Aggregates that are much broader

have been even more subject to shifts than M1 and targets expressed in terms of these aggregates would likely require more frequent adjustment than is now the case. Moreover the analysis of past experience suggests that longer periods would elapse when the interpretation of the movements in the aggregates relative to their targets would be in doubt.

Experience to date confirms the Bank in its view that sole reliance on monetary aggregates in judging the appropriate degree of monetary expansion is not warranted. But the Bank also continues to believe that M1 is particularly useful as a check against cumulative error in monetary policy over the longer term. The ultimate interest of the Bank is the performance of the economy, and it continues to take account of a wide range of economic and financial considerations in its conduct of monetary policy.

Changes in Canadian Banking Legislation

Important revisions to Canadian banking legislation were enacted by Parliament on December 1, 1980. These changes were designed to encourage more competition in Canada's financial system and to provide for more equitable treatment of financial institutions in a number of areas.

One of these revisions was to make provision for foreign banks to establish banking subsidiaries in Canada. Previously many foreign banks had operated affiliated financial corporations in Canada usually under provincial jurisdiction. These affiliates competed with Canadian banks in commercial lending and related services without being subject to Canadian banking legislation. Under the revised legislation foreign-owned banks have the same powers as Canadian-owned banks and are subject to the same restrictions except that several additional limitations apply to them. By means of restraints imposed on their authorized capital and leverage the foreign-owned banks as a group will be limited in their domestic lending to an amount not exceeding 8 percent of the total domestic assets of the Canadian banking system. Moreover a foreign bank may be permitted to open a subsidiary in Canada only if it has the potential to contribute to the competitive banking environment and if Canadian banks have at least equal opportunities to conduct business in its home country. At present 47 foreign-owned banks from 13 countries

have received permission to operate in Canada as chartered banks. These banks are concentrating their lending operations on providing funds to business enterprises.

There has also been a limited expansion of banks' lending powers. In particular, banks are now specifically permitted to engage in certain types of financial leasing and factoring through subsidiary companies.

Since the beginning of the century Canada's clearings and settlements system for processing the flow of cheques and other payment items through the financial system has been operated by the chartered banks under the authority of the Canadian Bankers' Association Act. Under a new Canadian Payments Association Act non-bank institutions that accept transferable deposits are now able to participate in the operation and further development of the national clearings and settlements system as members of the newly formed Canadian Payments Association. Substantial progress has been made in establishing the framework of regulations under which the Association will operate and it is expected that the Association will take over the clearing system later in 1982. Another important task of this Association will be to plan the evolution of the national payments system towards one which is likely to be increasingly based on the transfer of funds by electronic means.

The revised banking legislation has not affected the Bank of Canada's ability to

conduct monetary policy but it has led to some changes in the Bank's operational relationships with deposit-taking institutions. Under the new Bank Act the required primary reserves that the banks must hold as a ratio of their deposits have been reduced.* In addition a bank may with Bank of Canada approval now hold its reserve deposits with another bank rather than with the Bank of Canada. In that case the host bank must increase its reserve holdings at the Bank of Canada sufficiently to meet the requirements of any bank for which it is holding a reserve account. Most of the foreign-owned banks have been authorized to hold their reserves in this way. Regardless of the arrangements that it makes for the holding of reserves, each chartered bank has access to a line of credit at the Bank of Canada.

* The changes to the primary reserve ratios were introduced on February 1, 1981 with a 3½ year phase-in period. The reserve ratio on Canadian dollar demand deposits is being lowered from 12 per cent to 10 per cent; on Canadian dollar term and notice deposits the reserve ratio is being reduced to 2 per cent plus an additional 1 per cent on deposit amounts in excess of \$500 million compared with the previous ratio of 4 per cent on all term and notice deposits. In addition the Bank Act imposes for the first time a 3 per cent reserve requirement on foreign currency deposits of Canadian residents on the books of the banks in Canada.

The Bank of Canada will also extend a line of credit to each non-bank member of the Canadian Payments Association that participates directly in the daily clearing of payment items and maintains a deposit account with the Bank for that purpose. However the majority of the members of the CPA are likely to continue to retain another member to represent them in the clearing and settlement process rather than become directly involved themselves.

Another development associated with the revised banking legislation was the implementation of a new statistical reporting system on November 1, 1981 to coincide with the beginning of the banks' first full fiscal year under the new Bank Act. The major change in the reporting procedure of the banks is that their balance sheet information now includes in consolidated form those subsidiaries in which they hold a majority interest; the mortgage loan subsidiaries of the banks are the most important in this regard. Since these subsidiaries do not offer demand deposits, the narrowly defined monetary aggregate M1 has remained unaffected. However the more broadly defined aggregates have been increased by the amount of the deposits of the consolidated subsidiaries.

Debt Management

In its role as agent for the Government of Canada in the management of the public debt, the Bank of Canada was involved in borrowing operations during 1981 that resulted in an increase of \$12.4 billion (par value) of outstanding government debt payable in Canadian dollars. The funds raised through these operations covered the domestic financing requirements of the government and added \$3.4 billion to the level of its Canadian dollar cash balances.

Almost two thirds of the increase in outstanding government debt was accounted for by Canada Savings Bonds. The remainder of the increase was in government marketable bonds, most of which occurred in the first half of the year. There was no net change over the year in the amount of treasury bills outstanding.

Circumstances surrounding debt management operations were quite different in the first nine months of 1981 than during the remainder of the year. From January through early autumn, about \$4½ billion was raised through additions to the supply of government marketable bonds and about \$2 billion through additions to the regular tender offerings of 3-month, 6-month and 1-year treasury bills. In a difficult environment of irregularly rising interest rates and often unsettled financial markets, the public offerings of marketable bonds relied less on longer-term issues and more on mid-term bonds that included an option to the holder

to extend the initial term. (Details of the marketable bond offerings during 1981 are provided in Appendix Table IV.) The amount of both marketable bond and treasury bill borrowings tapered off during the late summer and early fall in view of the fact that government cash balances were at a relatively high level owing to sizeable purchases of Canadian dollars in foreign exchange market dealings during the second half of July and early August. The upward swings in interest rates from January to August prompted redemptions of over \$3 billion of Canada Savings Bonds during these eight months and resulted in upward adjustments on three occasions to the rate on all outstanding savings bonds for the period remaining to November 1, 1981. The rate adjustments were from 11½ per cent to 13¾ per cent effective April 1, to 16¼ per cent effective June 1 and to 18½ per cent effective August 1. As a consequence, the annual return provided by the bonds for the year ending October 31, 1981 was 14.41 per cent.

Activities in the debt management field in the last three months of 1981 were dominated by the Canada Savings Bond campaign and its aftermath. The terms for the 1981/82 series of Canada Savings Bonds were announced on September 11. Reflecting the interest rate levels of competing savings instruments at the time, the rate was established at 19½ per cent for the year

beginning November 1, 1981. A minimum of 10½ per cent was set for each of the remaining six years to maturity. It was also announced that the 19½ per cent rate for the year beginning November 1 would apply to all outstanding series.

In the light of the downward movement of interest rates from late September through into November, the new Canada Savings Bond series with its 19½ per cent first-year rate was viewed as very attractive during the main campaign period of late October and early November. The bonds were removed from sale at the earliest date possible, namely November 6. Gross sales amounted to \$12.8 billion. The proceeds of the sales produced a sharp rise in government cash balances to a peak level of around \$12 billion by the third week of November. As a result of this buildup in cash balances, the only maturity of government marketable bonds in the last quarter of the year – a \$300 million issue due December 15 – was paid off rather than refunded and, from mid-October through to the end of the year, the amount of treasury bills outstanding was reduced each week through lower tender offerings. The total reduction in the supply of treasury bills over the last two and a half months of the year amounted to more than \$2 billion, completely offsetting the addition that had been made earlier in the year.

The decline in supply of treasury bills provided the Bank of Canada with the opportunity to announce on November 20 a reduction, effective December, in the minimum secondary reserve ratio of the chartered banks from 5 per cent to 4 per cent. Since secondary reserves consist mainly of Government of Canada treasury bills, the reduction, by releasing bills formerly tied up in banks' required secondary reserves, helped facilitate the adjustment by the financial markets to the lower level of treasury bills outstanding.

A summary of the changes over 1981 in the outstanding Canadian dollar debt of the government and in its distribution is provided in the accompanying table. The

Summary of Changes in Government of Canada Securities Outstanding During 1981

Billions of dollars (par value)

Treasury bills	0.0
Canada Savings Bonds	+ 8.1
Marketable bonds	+ 4.3
	+ 12.4
Held by:	
Bank of Canada	
Treasury bills	0.0
Marketable bonds	+ 1.1
	+ 1.1
Chartered Banks	
Treasury bills	+ 1.1
Marketable bonds	- 0.9
	+ 0.2
Government Accounts	
Treasury bills	0.0
Marketable bonds	+ 0.1
	+ 0.1
General Public	
Canada Savings Bonds	+ 8.1
Treasury bills	- 1.1
Marketable bonds	+ 4.0
	+ 11.0

increase in total debt was largely absorbed by additions to the holdings of the general public. At the end of 1981 Canada Savings Bonds accounted for 28 per cent of the total domestic debt of the government, up from 22 per cent a year previous but about unchanged from the end of 1979. Marketable bonds declined over the year to 49 per cent from 51 per cent of the total and treasury bills to 23 per cent from 27 per cent.

In addition to its involvement in domestic financing operations in 1981, the Bank of Canada also assisted the government in its foreign borrowing activities. The only new bond financing by the government in foreign markets during the year was a U.S.\$300 million private placement with the Saudi Arabian Monetary Agency. The issue was dated November 3 and the terms, which were finalized in mid-September, included a 16¼ per cent semi-annual rate and a 5-year maturity. During the year sig-

nificant improvements were made in the terms of the two U.S. dollar medium-term revolving standby credit facilities that the government had arranged with banks in 1977 and 1978. In June a new 8-year facility under which up to U.S.\$3.5 billion could be drawn from Canadian chartered banks was announced as a replacement for a previous facility of \$1 billion less in amount and about 3½ years shorter in remaining term. In October amendments were announced to the U.S.\$3 billion credit facility in existence with a consortium of international banks which extended the term of the facility by 2 years and provided the government with

an option to borrow at rates based on either the U.S. prime rate or the London Interbank Offered Rate. Fees and margins over base borrowing rates payable by the government were reduced in both the new arrangements.

Early in 1982 the government announced a 400 million Swiss franc private placement of 5-year notes with annual coupons of 7¼ per cent. Proceeds of this financing in the Swiss capital market are to be applied towards the redemption of a SF700 million bank term loan that was arranged by the government in early 1979 and is due on March 8, 1982.

Appendix Tables

APPENDIX TABLE I

Bank of Canada Assets and Liabilities

Monthly changes, millions of dollars

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	Investment in Industrial Development Bank	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities		
						Chartered banks	Government of Canada	Other
1981								
January	- 920	-221	- 39	+180	-1,077	+ 17	+ 65	- 5
February	- 113	+109	-	+ 36	- 15	-171	+208	+ 10
March	+ 338	+669	-	-166	+ 112	+460	+271	- 2
April	+ 326	-669	- 44	-446	+ 150	-379	-592	- 12
May	+ 38	-101	-	+575	+ 223	+ 99	+167	+ 23
June	+ 878	- 5	-	-582	+ 335	- 64	+ 2	+ 18
July	+ 148	+ 6	- 40	+569	+ 48	-303	+960	- 22
August	+ 154	+ 8	-	-954	- 99	+186	-875	- 4
September	- 922	+483	-	+406	+ 9	+205	-256	+ 9
October	+ 16	-490	- 48	+362	- 123	-110	+ 41	+ 32
November	+ 598	- 1	-	+ 46	+ 2	+535	+ 6	+100
December	+ 579	+ 2	-	+ 3	+ 963	-663	+328	- 44
	<u>+1,120</u>	<u>-210</u>	<u>-171</u>	<u>+ 29</u>	<u>+ 528</u>	<u>-188</u>	<u>+325</u>	<u>+103</u>
1982								
January	- 904	+ 3	-	+210	-1,075	+796	-336	- 76

APPENDIX TABLE II

Chartered Bank Cash Reserves

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Total minimum cash requirements	Average holdings of statutory coin and Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of juridical days in period
1981						
January	1-15				5,519	10
	16-31	7,041	1,555	5,486	5,540	11
February	1-15	7,092	1,819	5,273	5,357	10
	16-28				5,325	10
March	1-15	7,111	1,681	5,431	5,463	10
	16-31				5,468	12
April	1-15	6,981	1,667	5,315	5,340	11
	16-30				5,376	10
May	1-15	7,100	1,664	5,436	5,495	11
	16-31				5,493	9
June	1-15	7,011	1,718	5,293	5,347	11
	16-30				5,395	11
July	1-15	7,032	1,807	5,225	5,326	10
	16-31				5,308	12
August	1-15	7,081	1,766	5,315	5,416	10
	16-31				5,425	11
September	1-15	7,240	1,807	5,433	5,503	10
	16-30				5,526	11
October	1-15	7,145	1,833	5,312	5,365	10
	16-31				5,418	11
November	1-15	7,072	1,837	5,235	5,288	9
	16-30				5,286	11
December	1-15	7,066	1,825	5,241	5,332	11
	16-31				5,349	10
1982						
January	1-15	7,816	1,852	5,964	6,035	10
	16-31				6,000	10
February	1-15	7,667	2,084	5,583	5,661	11

⁽¹⁾ Advances to banks and Purchase and Resale Agreements with money market dealers summed and divided by number of juridical days.

Excess cash reserves		Advances to chartered banks and PRA outstanding			
Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Number of days outstanding		Average outstanding ⁽¹⁾	
		Advances	PRA	Advances	PRA
329	.025	2	9	31.1	154.7
602	.042	2	10	13.6	192.5
843	.061	—	6	—	97.7
519	.038	2	6	18.4	83.7
326	.022	—	9	—	178.5
445	.025	4	11	34.2	198.5
279	.018	3	10	2.6	187.6
617	.043	2	8	9.1	116.2
650	.042	3	7	29.9	150.9
508	.040	1	6	20.6	162.2
593	.038	2	6	13.6	131.9
1,123	.071	1	8	5.0	150.7
1,018	.071	2	7	6.7	137.1
996	.058	—	10	—	158.3
1,008	.069	1	6	0.9	74.6
1,203	.075	—	9	—	167.5
707	.047	1	6	10.2	104.7
1,031	.063	1	6	3.3	91.8
533	.035	1	7	18.1	118.6
1,163	.070	1	9	0.9	158.6
477	.036	1	8	14.4	225.9
563	.035	3	11	59.0	241.0
998	.061	1	10	0.3	195.6
1,081	.072	1	7	3.8	140.3
705	.045	—	5	—	83.5
358	.023	2	6	6.1	58.6
853	.050	1	9	1.3	122.2

APPENDIX TABLE III

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and Bankers' Acceptances

Delivered basis, par value in millions of dollars

	Net purchases from (+) or net sales to (-) investment dealers and banks					Bankers' acceptances ⁽²⁾	Sub-total of bills and bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA
	Treasury bills	Bonds ⁽¹⁾ 3 years and under	3-5 years	5-10 years	Over 10 years			
1981								
January	- 1,049.0	-	-	-	-	-	- 1,049.0	- 92.9
February	+ 20.0	-	-	-	-	-	+ 20.0	- 27.6
March	- 144.0	-	-	-	-	-	- 144.0	+ 153.7
April	+ 149.0	-	-	-	-	-	+ 149.0	- 106.7
May	- 242.7	-	-	-	-	-	- 242.7	- 47.0
June	-	-	-	-	-	-	-	-
July	+ 108.1	-	-	-	-	-	+ 108.1	-
August	+ 101.0	-	-	-	-	-	+ 101.0	+ 230.5
September	- 463.5	-	-	-	-	-	- 463.5	- 230.5
October	- 145.0	-	-	-	-	-	- 145.0	-
November	+ 392.0	-	-	-	-	-	+ 392.0	+ 238.8
December	+ 802.5	-	-	-	-	-	+ 802.5	- 238.8
Total	- 471.6	-	-	-	-	-	- 471.6	- 120.5
1982								
January	- 105.0	-	-	-	-	-	- 105.0	-

⁽¹⁾ Classified by years to maturity at time of transactions.

⁽²⁾ Includes maturing bankers' acceptances.

Net transactions with Government and other client accounts

Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (–) Government and client accounts		Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
+ 367.6	–	– 171.6	– 0.5	–939.9	– 6.5	–	– 946.4
– 146.1	+ 155.4	– 104.5	– 1.0	–258.2	+ 154.4	–	– 103.8
+ 46.1	+ 450.0	– 198.8	+ 0.7	–159.0	+ 466.7	–	+ 307.7
+ 469.8	– 61.1	– 105.4	–	+416.7	– 71.1	–	+ 345.6
+ 416.8	+ 150.0	– 191.7	– 8.8	– 58.6	+ 135.2	–	+ 76.6
+1,015.4	+ 45.9	– 189.8	– 0.7	+825.6	+ 45.2	–	+ 870.8
+ 193.2	+ 300.3	– 442.9	– 0.7	–141.6	+ 299.6	–	+ 158.0
+ 148.7	–	– 340.6	– 0.2	+137.6	+ 1.8	–	+ 139.4
+ 154.7	–	– 405.7	+ 0.6	–943.0	– 1.4	–	– 944.4
+ 384.0	+ 150.0	– 338.8	– 0.2	– 99.8	+ 149.8	–	+ 50.0
+ 145.0	–	– 141.9	–32.3	+632.2	– 30.6	–	+ 601.6
+ 248.9	– 13.6	– 229.1	–	+585.2	– 15.3	–	+ 569.9
<u>+3,444.1</u>	<u>+1,176.9</u>	<u>–2,860.8</u>	<u>–43.1</u>	<u>– 2.8</u>	<u>+1,127.8</u>	<u>–</u>	<u>+1,125.0</u>
– 674.7	–	– 144.6	+ 1.8	–924.3	+ 1.8	–	– 922.5

APPENDIX TABLE IV

Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities*: New Issues and Retirements

Date in 1981	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct and guaranteed					
Feb.	1	8½% Feb. 1, 1981 4% Feb. 1, 1981			475 ⁽¹⁾ 300 ⁽²⁾
		12¾% Dec. 15, 1983	2 yrs. 10½ mos.	12.95	275
		12½% Feb. 1, 1986	5 yrs.	12.64	725 ⁽³⁾
		13% May 1, 2001	20 yrs. 3 mos.	13.24	500 ⁽⁴⁾
				1,500	
Mar.	1	13¾% Aug. 1, 1984	3 yrs. 5 mos.	13.75	450 ⁽⁵⁾
		13¾% Mar. 15, 2000	19 yrs. ½ mo.	13.86	250 ⁽⁶⁾
				700	
Mar.	31	13¼% Feb. 1, 1985	3 yrs. 10 mos.	13.32	600 ⁽⁷⁾
		13¾% Mar. 15, 2000	18 yrs. 11 ½ mos.	13.82	250 ⁽⁸⁾
				850	
Apr.	1	8¼% Apr. 1, 1981			100 ⁽⁹⁾
Apr.	9				81 ⁽¹⁰⁾
					41 ⁽¹¹⁾
May	1	14½% May 1, 1986	5 yrs.	14.79	500 ⁽¹²⁾
June	1	8¾% June 1, 1981			1,000 ⁽¹³⁾
		16¼% Apr. 1, 1984	2 yrs. 10 mos.	16.49	400
		15¼% June 1, 1986	5 yrs.	15.77	550 ⁽¹⁴⁾
		15¾% Feb. 1, 2001	19 yrs. 8 mos.	16.08	250
				1,200	
July	1	16% Oct. 15, 1983	2 yrs. 3½ mos.	15.85	75
		14¾% July 1, 1986	5 yrs.	14.75	450 ⁽¹⁵⁾
		15% July 1, 2000	19 yrs.	15.08	175
				700	
July	31	16¼% Apr. 1, 1984	2 yrs. 8 mos.	16.50	175 ⁽¹⁶⁾
		15¼% June 1, 1986	4 yrs. 10 mos.	15.76	350 ⁽¹⁷⁾
		15¾% Feb. 1, 2001	19 yrs. 6 mos.	16.04	175 ⁽¹⁸⁾
				700	
Aug.	1	7¼% Aug. 1, 1981			1 ⁽¹⁹⁾
Oct.	15	18¾% Oct. 15, 1983	2 yrs.	19.00	100
		18% Oct. 1, 1986	4 yrs. 11½ mos.	18.23	400 ⁽²⁰⁾
				500	

(Continued)

Date in 1981	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Dec. 15	8½% Dec. 15, 1981				300 ⁽²¹⁾
Dec. 31					6 ⁽²²⁾
	Total bonds			6,650	2,304
	Total treasury bills*			<u>61,165</u>	<u>61,200</u>
Issues payable in foreign currencies – direct					
Apr. 15					1 ⁽²³⁾
Oct. 15					1 ⁽²³⁾
Nov. 3	U.S. \$300 million 16¼% bonds due Nov. 3, 1986	5 yrs.		359	
	Total bonds			<u>359</u>	<u>2</u>

* Includes three-month, six-month and one-year treasury bills.

⁽¹⁾ Maturity of 8½% bonds issued February 1, 1976 and October 1, 1976.

⁽²⁾ Maturity of Canadian National Railway Company 4% bonds issued February 1, 1958.

⁽³⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before November 1, 1985, into an equal par value of 12½% bonds due February 1, 1991 yielding about 12.59% from February 1, 1981 to maturity in 1991.

⁽⁴⁾ In addition to \$825 million 13% May 1, 2001 already outstanding.

⁽⁵⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before May 1, 1984, into an equal par value of 13¾% bonds due August 1, 1989 yielding about 13.75% from March 1, 1981 to maturity in 1989.

⁽⁶⁾ In addition to \$250 million 13¾% March 15, 2000 already outstanding.

⁽⁷⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before November 1, 1984, into an equal par value of 13¾% bonds due February 1, 1990 yielding about 13.29% from March 31, 1981 to maturity in 1990.

⁽⁸⁾ In addition to \$500 million 13¾% March 15, 2000 already outstanding.

⁽⁹⁾ Maturity of 8¼% bonds issued April 1, 1978.

⁽¹⁰⁾ Cancellation of \$14.6 million 9½% June 15, 1994 bonds, \$12.8 million 10% October 1, 1995 bonds, \$12.0 million 9¼% May 15, 1997 bonds, \$7.2 million 9% October 15, 1999 bonds, \$6.2 million 9¾% December 15, 2000 bonds, \$16.2 million 9½% October 1, 2001 bonds, \$3.0 million 8¾% February 1, 2002 bonds and \$9.0 million 9½% October 1, 2003 bonds, by Purchase Fund.

⁽¹¹⁾ Cancellation of \$7.3 million 9½% June 15, 1994 bonds, \$6.4 million 10% October 1, 1995 bonds, \$6.0 million 9¼% May 15, 1997 bonds, \$3.6 million 9% October 15, 1999 bonds, \$3.1 million 9¾% December 15, 2000 bonds, \$8.1 million 9½% October 1, 2001 bonds, \$1.5 million 8¾% February 1, 2002 bonds and \$4.5 million 9½% October 1, 2003 bonds, by Purchase Fund.

⁽¹²⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before January 31, 1986, into an equal par value of 14½% bonds due May 1, 1991 yielding about 14.69% from May 1, 1981 to maturity in 1991.

⁽¹³⁾ Maturity of 8¾% bonds issued June 1, 1976, August 1, 1976, May 15, 1978, July 1, 1978, August 15, 1978 and October 1, 1978.

⁽¹⁴⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before February 28, 1986, into an equal par value of 15¼% bonds due June 1, 1993 yielding about 15.58% from June 1, 1981 to maturity in 1993.

⁽¹⁵⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before April 1, 1986, into an equal par value of 14¾% bonds due July 1, 1993 yielding about 14.75% from July 1, 1981 to maturity in 1993.

(Continued)

- ⁽¹⁶⁾ In addition to \$400 million 16 $\frac{1}{4}$ % April 1, 1984 already outstanding.
- ⁽¹⁷⁾ In addition to \$550 million 15 $\frac{1}{4}$ % June 1, 1986 already outstanding. Exchangeable at the option of the holder, on or before February 28, 1986, into an equal par value of 15 $\frac{1}{4}$ % bonds due June 1, 1993 yielding about 15.57% from July 31, 1981 to maturity in 1993.
- ⁽¹⁸⁾ In addition to \$250 million 15 $\frac{3}{4}$ % February 1, 2001 already outstanding.
- ⁽¹⁹⁾ Maturity of 7 $\frac{1}{4}$ % bonds issued August 1, 1976.
- ⁽²⁰⁾ Exchangeable at the option of the holder, on or before June 30, 1986, into an equal par value of 18% bonds due October 1, 1991 yielding about 18.16% from October 15, 1981 to maturity in 1991.
- ⁽²¹⁾ Maturity of 8 $\frac{1}{2}$ % bonds issued December 1, 1976.
- ⁽²²⁾ Cancellation of guaranteed debt by Purchase Funds.
- ⁽²³⁾ Partial redemption at par of U.S. pay 5% October 15, 1987 bonds for Sinking Fund.

BANK OF CANADA Statement of Income and Expense

Year Ended December 31, 1981
(with comparative figures for 1980)

	1981	1980
	(thousands of dollars)	
INCOME		
Revenue from investments and other income after deducting interest of \$6,399 (\$5,849 in 1980) paid on deposits	<u>\$1,945,575</u>	<u>\$1,541,892</u>
EXPENSE		
Salaries ⁽¹⁾	\$ 35,837	\$ 31,733
Contributions to pension and insurance funds ⁽¹⁾	5,208	4,954
Other staff expenses ⁽²⁾	1,402	1,318
Directors' fees	83	49
Auditors' fees and expenses	259	231
Taxes – municipal and business	5,618	4,932
Bank note costs	21,318	19,611
Data processing and computer costs	4,315	3,491
Maintenance of premises and equipment – net ⁽³⁾	7,431	6,542
Printing of publications	542	453
Other printing and stationery	1,238	1,275
Postage and express	849	866
Telecommunications	1,144	983
Travel and staff transfers	1,464	1,080
Other expenses	<u>668</u>	<u>748</u>
	87,376	78,266
Depreciation on buildings and equipment	<u>5,020</u>	<u>4,824</u>
	92,396	83,090
NET INCOME PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	<u>1,853,179</u>	<u>1,458,802</u>
	<u>\$1,945,575</u>	<u>\$1,541,892</u>

⁽¹⁾ Salaries, including overtime, and related contributions to pension and insurance funds for bank staff other than those engaged in building maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time and overtime work) was 1,955 in 1981 compared with 1,956 in 1980 but there was a significant increase in the average level of skills of those employed.

⁽²⁾ Includes cafeteria expenses, retirement allowances, educational training costs and medical expenses.

⁽³⁾ Includes all building maintenance costs (including staff costs) but net of rental income.

Certain of the expenses for 1980 have been reclassified in order to conform with the presentation adopted for 1981.

(See accompanying notes to the financial statements)

BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1981
(with comparative figures for 1980)

ASSETS	1981 (thousands of dollars)	1980
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	\$ 165,605	\$ 278,625
Other currencies	6,562	5,672
	<u>172,167</u>	<u>284,297</u>
Advances to members of the Canadian Payments Association ..	<u>38,000</u>	<u>16,000</u>
Investments — at amortized values:		
Treasury bills of Canada	5,245,872	5,252,434
Other securities issued or guaranteed by Canada maturing within three years	4,185,217	3,892,522
Other securities issued or guaranteed by Canada not maturing within three years	7,483,569	6,648,736
Bonds and debentures issued by the Industrial Development Bank	—	170,612
Other investments	2,633	225,340
	<u>16,917,291</u>	<u>16,189,644</u>
Bank premises:		
Land, buildings and equipment, at cost less accumulated depreciation	78,993	76,655
Cheques drawn on other banks	<u>1,627,744</u>	<u>488,552</u>
Accrued interest on investments	<u>315,285</u>	<u>253,205</u>
Other assets	<u>4,457</u>	<u>4,870</u>
	<u>\$19,153,937</u>	<u>\$17,313,223</u>

LIABILITIES

	1981	1980
	(thousands of dollars)	
Capital paid up	\$ 5,000	\$ 5,000
Rest fund	25,000	25,000
Notes in circulation	11,635,604	11,108,020
Deposits:		
Government of Canada	384,194	58,701
Chartered banks	5,278,349	5,466,282
Other deposits	189,861	85,935
	5,852,404	5,610,918
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	51,700	177,647
Other	236	239
	51,936	177,886
Bank of Canada cheques outstanding	1,061,312	281,423
Collections and payments in process of settlement:		
Government of Canada (net)	516,579	99,496
Other	915	1,491
	517,494	100,987
Other liabilities	5,187	3,989
	\$19,153,937	\$17,313,223

Governor, **G. K. BOUEY**Chief Accountant, **A. C. LAMB**

Auditors' Report We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1981 and the statement of income and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1981 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ & ASSOCIÉS**CLARKSON GORDON**

Ottawa, Canada, January 15, 1982

(See accompanying notes to the financial statements)

BANK OF CANADA Financial Statements December 31, 1981

Summary of Significant Accounting Policies

The financial statements have been prepared within the framework of the accounting policies summarized below.

a. Form of Presentation

The form of the statement of assets and liabilities meets the requirements of the Bank of Canada Act.

b. Revenues and Expenses

Revenues and expenses have been accounted for on the accrual basis.

c. Investments

In accordance with the requirements of the Bank of Canada Act, these assets have been recorded at their cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition have been included in income.

d. Translation of Foreign Currencies

Assets and liabilities in foreign currencies have been translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end.

e. Depreciation

Depreciation has been recorded at the following annual rates applied on the declining balance method:

Buildings	5%
Equipment	20%

Board of Directors

G. K. BOUEY	OTTAWA Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. CAMPBELL	CALGARY, ALTA.
E. H. FINN	OTTAWA, ONT.
S. KANEE	WINNIPEG, MAN. <i>Member of the Executive Committee</i>
A. A. LEBOUTHILLIER	CARAQUET, N.B.
J. R. LONGSTAFFE	VANCOUVER, B.C.
J. W. E. MINGO, Q.C.	HALIFAX, N.S. <i>Member of the Executive Committee</i>
M ^{ME} Y. LEFEBVRE-RICHARD	MONTREAL, QUE. <i>Member of the Executive Committee</i>
A. ROULEAU	QUEBEC, QUE.
D. A. SMITH	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
J. A. STACK	SASKATOON, SASK.
M. WOODWARD	GOOSE BAY, NFLD.

Ex-officio

I. A. STEWART	OTTAWA Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>
---------------	--

Principal Officers

G. K. BOUEY, *Governor*
R. W. LAWSON, *Senior Deputy Governor*

*A. JUBINVILLE, <i>Deputy Governor</i>	D. J. R. HUMPHREYS, <i>Deputy Governor</i>
J. W. CROW, <i>Deputy Governor</i>	J. N. R. WILSON, <i>Adviser</i>
J. BUSSIÈRES, <i>Adviser</i>	W. A. MCKAY, <i>Adviser</i>
G. G. THIESSEN, <i>Adviser</i>	S. VACHON, <i>Adviser</i>
D. G. M. BENNETT, <i>Associate Adviser</i>	**J. S. ROBERTS, <i>Associate Adviser</i>
W. CHEVELDAYOFF, <i>Associate Adviser</i>	J. CLÉMENT, <i>Associate Adviser</i>
T. E. NOËL, <i>Secretary</i>	

*On leave of absence with the Bank of Zaire under an IMF Technical Assistance Program

**On leave of absence as Interim General Manager of the Canadian Payments Association

Securities Department

F. FAURE, *Chief*

V. O'REGAN, <i>Deputy Chief</i>	I. D. CLUNIE, <i>Securities Adviser</i>
S. L. HARRIS, <i>Securities Adviser</i>	N. CLOSE, <i>Securities Adviser</i>

Research Department

W. R. WHITE, *Chief*
P. R. MASSON, *Research Adviser*

Department of Monetary and Financial Analysis

C. FREEDMAN, *Chief*
W. E. ALEXANDER, *Deputy Chief*

International Department

J. E. H. CONDER, *Chief*

R. F. S. JARRETT, <i>Chief, Foreign Exchange Operations</i>	K. J. CLINTON, <i>Research Adviser</i>
---	--

Department of Banking Operations

R. E. A. ROBERTSON, *Chief*

C. A. ST. LOUIS, <i>Deputy Chief</i>	W. R. MELBOURN, <i>Deputy Chief</i>
G. B. MAY, <i>Special Adviser</i>	

Public Debt Department

J. M. ANDREWS, *Chief*

Secretary's Department

T. E. NOËL, *Secretary*

Computer Services Department

G. M. PIKE, *Chief*
D. W. MACDONALD, *Deputy Chief*

Department of Personnel Administration

R. L. FLETT, *Chief*
H. A. D. SCOTT, *Personnel Adviser*

Department of Administrative Services

R. H. OSBORNE, *Chief*
K. W. KAINE, *Deputy Chief*

Comptroller's Department

A. C. LAMB, *Comptroller and Chief Accountant*
J. M. MCCORMACK, *Deputy Comptroller*

Audit Department

J. M. E. MORIN, *Auditor*
M. MUZYKA, *Deputy Auditor*

Regional Representatives and Agencies

Securities Department

TORONTO D. R. CAMERON, *Chief, Toronto Division*
MONTREAL J. CLÉMENT, *Chief, Montreal Division*
VANCOUVER E. F. TIMM, *Representative*
EDMONTON A. G. KEITH, *Representative*

International Department

TORONTO D. R. STEPHENSON, *Foreign Exchange Adviser*
MONTREAL G. HOOJA, *Foreign Exchange Representative*

Department of Banking Operations

HALIFAX R. E. BURGESS, *Agent*
SAINT JOHN, N.B. J. HUGHES, *Agent*
MONTREAL R. MARCOTTE, *Agent*
K. D. McDONALD, *Assistant Agent*
OTTAWA G. H. SMITH, *Agent*
TORONTO C. R. TOUSAW, *Agent*
K. T. MCGILL, *Deputy Agent*
C. P. DESAUTELS, *Assistant Agent*
WINNIPEG A. H. POTTER, *Agent*
REGINA G. L. PAGE, *Agent*
CALGARY H. PROWSE, *Agent*
VANCOUVER D. G. WARNER, *Agent*

Département des Valeurs
 TORONTO D. R. CAMERON, *Chef, Bureau de Toronto*
 MONTRÉAL J. CLÉMENT, *Chef, Bureau de Montréal*
 VANCOUVER E. F. TIMM, *Représentant*
 EDMONTON A. G. KEITH, *Représentant*

Département des Relations internationales

TORONTO D. R. STEPHENSON, *Cambiste-conseil*
 MONTRÉAL G. HOOJA, *Représentant des Opérations sur devises*

Département des Opérations bancaires

HALIFAX R. E. BURGESS, *Agent*
 SAINT-JEAN (N.-B.) J. HUGHES, *Agent*
 MONTRÉAL R. MARCOTTE, *Agent*
 K. D. McDONALD, *Agent adjoint*
 OTTAWA G. H. SMITH, *Agent*
 TORONTO C. R. TOUSAW, *Agent*
 K. T. MCGILL, *Sous-agent*
 C. P. DESAUTELS, *Agent adjoint*
 WINNIPEG A. H. POTTER, *Agent*
 REGINA G. L. PAGE, *Agent*
 CALGARY H. PROWSE, *Agent*
 VANCOUVER D. G. WARNER, *Agent*

G. K. BOUEY, *Gouverneur*
R. W. LAWSON, *Premier sous-gouverneur*
D. J. R. HUMPHREYS, *Sous-gouverneur*
J. N. R. WILSON, *Conseiller*
W. A. MCKAY, *Conseiller*
S. VACHON, *Conseiller*
**J. S. ROBERTS, *Conseiller associé*
J. CLEMENT, *Conseiller associé*
T. E. NOEL, *Secrétaire*
**Détaché à la Banque du Zaïre dans le cadre d'un programme d'assistance technique du FMI
Détaché à l'Association canadienne des paiements en qualité de directeur général intérimaire

Département des Valeurs
F. FAURE, *Chef*
I. D. CLUNIE, *Conseiller en valeurs*
V. O'REGAN, *Sous-chef*
S. L. HARRIS, *Conseiller en valeurs*
N. CLOSE, *Conseiller en valeurs*

Département des Recherches

W. R. WHITE, *Chef*
P. R. MASSON, *Conseiller à la recherche*

Département des Études monétaires et financières

C. FREEDMAN, *Chef*
W. E. ALEXANDER, *Sous-chef*

Département des Relations internationales

J. E. H. CONDER, *Chef*
R. F. S. JARRETT, *Chef de la Section des opérations sur devises*
K. J. CLINTON, *Conseiller à la recherche*

Département des Opérations bancaires

R. E. A. ROBERTSON, *Chef*
C. A. ST. LOUIS, *Sous-chef*
G. B. MAY, *Conseiller spécial*
W. R. MELBOURN, *Sous-chef*

Département de la Dette publique

J. M. ANDREWS, *Chef*

Secrétariat

T. E. NOEL, *Secrétaire*

Département d'Informatique

G. M. PIKE, *Chef*
D. W. MACDONALD, *Sous-chef*

Direction du Personnel

R. L. FLETT, *Chef*
H. A. D. SCOTT, *Conseiller en personnel*

Département des Services administratifs

R. H. OSBORNE, *Chef*
K. W. KAINE, *Sous-chef*

Département de Contrôle

A. C. LAMB, *Contrôleur et Chef de la comptabilité*
J. M. MCCORMACK, *Sous-contrôleur*

Département de la Vérification

J. M. E. MORIN, *Vérificateur*
M. MUZYKA, *Sous-vérificateur*

OTTAWA	G. K. BOUEY	Membre du Comité de direction
OTTAWA	R. W. LAWSON	Gouverneur
OTTAWA	Premier sous-gouverneur	
OTTAWA	R. W. CAMPBELL	Membre du Comité de direction
OTTAWA (ONTARIO)	H. E. FINN	
WINNIPEG (MANITOBA)	S. KANEE	Membre du Comité de direction
CARAQUET (NOUVEAU-BRUNSWICK)	A. A. LEBOUTHILLIER	
VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)	J. R. LONGSTAFFE	
HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE)	J. W. E. MINGO, C.R.	Membre du Comité de direction
MONTREAL (QUEBEC)	MME Y. LEFEBVRE-RICHARD	
QUÉBEC (QUÉBEC)	A. ROULEAU	
CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)	D. A. SMITH	
SASKATOON (SASKATCHEWAN)	J. A. STACK	
GOOSE BAY (TERRE-NEUVE)	M. WOODWARD	
OTTAWA	I. A. STEWART	Membre d'office
OTTAWA	Sous-ministre des Finances	
OTTAWA	Membre du Comité de direction	

Ces états financiers ont été dressés dans le cadre des conventions comptables énumérées ci-dessous.

a) Forme de présentation:

La présentation de l'état de l'actif et du passif satisfait aux exigences de la Loi sur la Banque du Canada.

b) Revenus et dépenses:

Les revenus et dépenses ont été comptabilisés selon la méthode d'exercice.

c) Placements:

Conformément aux prescriptions de la Loi sur la Banque du Canada, ces placements ont été inscrits au prix coûtant ajusté de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces placements ont été imputés aux revenus.

d) Conversion des devises étrangères:

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice.

e) Amortissement:

L'amortissement a été inscrit selon la méthode du solde dégressif aux taux annuels suivants:

Bâtiments 5%
Équipement 20%

PASSIF

1981	1980
(en milliers de dollars)	
Capital versé	\$ 5 000
Fonds de réserve	25 000
Billets en circulation	11 635 604
Dépôts:	
Gouvernement du Canada	384 194
Banques à charte	5 278 349
Autres dépôts	189 861
	5 852 404
	5 610 918
	85 935
	5 466 282
	58 701
	11 108 020
	25 000
	11 108 020

Passif payable en devises étrangères:

Gouvernement du Canada	51 700
Autres	236
	51 936
	177 886
	239
	177 647
	281 423

Chèques de la Banque du Canada non compensés en cours de règlement: Solde des recouvrements et des paiements

Gouvernement du Canada (montant net)	516 579
Autres	915
	517 494
	100 987
	3 989
	\$17 313 223

Le Gouverneur, G. K. BOUEY

Le Comptable en Chef, A. C. LAMB

Rapport des vérificateurs Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1981, ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances. A notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1981, ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ & ASSOCIÉS

CLARKSON GORDON

Ottawa, Canada, le 15 janvier 1982

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

BANQUE DU CANADA

Etat de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1981
(avec chiffres comparatifs pour 1980)

ACTIF

Dépôts payables en devises étrangères:

Devises américaines
Autres devises

Avances aux membres

de l'Association canadienne des paiements

Placements, à leurs valeurs amorties:

Bons du Trésor du Canada

Autres valeurs mobilières émises ou garanties
par le Canada, échéant dans les trois ans

Autres valeurs mobilières émises ou garanties
par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans

Obligations et débiteures émises par la Banque
d'expansion industrielle

Autres placements

Immeubles de la Banque:

Terrains, bâtiments et équipement, au prix coûtant,
moins l'amortissement accumulé

Chèques tirés sur d'autres banques

Intérêts courus sur placements

Autres éléments d'actif

\$ 165 605	\$ 17 313 223
6 562	4 870
172 167	253 205
38 000	488 552
5 245 872	76 655
4 185 217	1 627 744
7 483 569	315 285
16 917 291	4 457
16 189 644	\$ 19 153 937

(en milliers de dollars)

1981 1980

BANQUE DU CANADA Etat des revenus et dépenses

De l'exercice terminé le 31 décembre 1981
(avec chiffres comparatifs pour 1980)

REVENUS	
Revenus de placements et autres revenus après déduction des intérêts de \$6 399 (\$5 849 en 1980) payés sur les dépôts ...	
1981	\$1 945 575
1980	\$1 541 892

DÉPENSES	
Traitements (incluant les heures supplémentaires ⁽¹⁾)	\$ 35 837
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ⁽²⁾	5 208
Autres frais de personnel ⁽²⁾	1 402
Honoraires des administrateurs	83
Honoraires et frais des vérificateurs	259
Impôts municipaux et taxes d'affaires	5 618
Coût des billets de banque	21 318
Informatique	4 315
Entretien des immeubles et de l'équipement - montant net ⁽³⁾	7 431
Impression des publications	542
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	1 238
Postes et messageries	849
Télécommunications	1 144
Déplacements et mutations	1 464
Autres dépenses	668
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	5 020
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	1 853 179
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	1 458 802
1981	\$1 945 575
1980	\$1 541 892

(1) Traitements et contributions aux régimes de retraite et d'assurance des employés autres que ceux affectés à l'entretien des immeubles, Le nombre d'années-employées utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 1 955 en 1981 comparé à 1 956 en 1980, mais il s'est produit au cours de la période, dans la composition du personnel, une modification importante au bénéfice des catégories où le niveau des compétences est plus élevé.

(2) Comprend les frais de fonctionnement des catétérias, les gratifications de départ à la retraite ainsi que les dépenses au titre de la formation professionnelle et des services médicaux.

(3) Frais d'entretien des bâtiments (coûts en personnel compris), déduction faite des loyers perçus.

La classification de certaines dépenses de l'exercice 1980 a été modifiée pour se conformer à la présentation adoptée pour 1981.

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

- (13) Échéance d'obligations 8¾ % émises les 1^{er} juin 1976, 1^{er} août 1978, 15 mai 1978, 1^{er} juill. 1978, 15 août 1978 et 1^{er} oct. 1978.
- (14) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 28 févr. 1986 en obligations 15¼ % échéance 1^{er} juin 1993; l'exercice de ce droit porte à environ 15,58 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} juin 1981 à l'échéance en 1993.
- (15) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1^{er} avril 1986 en obligations 14¾ % échéance 1^{er} juill. 1993; l'exercice de ce droit porte à environ 14,75 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} juill. 1981 à l'échéance en 1993.
- (16) En plus des 400 millions de dollars d'obligations 16¼ % 1^{er} avril 1984 déjà en circulation.
- (17) En plus des 550 millions de dollars d'obligations 15¼ % 1^{er} juin 1986 en obligations 15¼ % échéance 1^{er} juin 1993; l'exercice de ce droit porte à environ 15,57 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 31 juill. 1981 à l'échéance en 1993.
- (18) En plus des 250 millions de dollars d'obligations 15¾ % 1^{er} févr. 2001 déjà en circulation.
- (19) Échéance d'obligations 7¼ % émises le 1^{er} août 1976.
- (20) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 30 juin 1986 en obligations 18 % échéance 1^{er} oct. 1991; l'exercice de ce droit porte à environ 18,16 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 15 oct. 1981 à l'échéance en 1991.
- (21) Échéance d'obligations 8½ % émises le 1^{er} déc. 1976.
- (22) Annulation de titres garantis détenus par le Fonds de rachat.
- (23) Rachat partiel à la valeur nominale des obligations en dollars E.-U. 5 % 15 oct. 1987 effectué par le Fonds d'amortissement.

Date en 1981	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Livraisons	Remboursements
-----------------	-----------------------------	----------	---------------------------	--	------------	----------------

15 déc.

8 1/2 % 15 déc. 1981

31 déc.

Ensemble des obligations

6 650

2 304

6(22)

Ensemble des bons du Trésor*

61 165

61 200

Titres en monnaies étrangères émis par le gouvernement

15 avril

1(23)

15 oct.

3 nov.

300 millions de dollars É.-U.
16 1/4 % 3 nov. 1986

5 ans

359

Ensemble des obligations

359

2

- * Comprend les bons du Trésor à 3 mois, à 6 mois et à un an.
- (1) Échéance d'obligations 8 1/2 % émises les 1^{er} févr. 1976 et 1^{er} oct. 1976.
- (2) Échéance d'obligations 4 % émises le 1^{er} févr. 1958, par la Compagnie des chemins de fer nationaux du Canada.
- (3) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1^{er} nov. 1985 en obligations 12 1/2 % échéance 1^{er} févr. 1991; l'exercice de ce droit porte à environ 12,59 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} févr. 1981 à l'échéance en 1991.
- (4) En plus des 825 millions de dollars d'obligations 13 % 1^{er} mai 2001 déjà en circulation.
- (5) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1^{er} mai 1984 en obligations 13 3/4 % échéance 1^{er} août 1989; l'exercice de ce droit porte à environ 13,75 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} mars 1981 à l'échéance en 1989.
- (6) En plus des 250 millions de dollars d'obligations 13 3/4 % 15 mars 2000 déjà en circulation.
- (7) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1^{er} nov. 1984 en obligations 13 1/4 % échéance 1^{er} févr. 1990; l'exercice de ce droit porte à environ 13,29 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 31 mars 1981 à l'échéance en 1990.
- (8) En plus des 500 millions de dollars d'obligations 13 3/4 % 15 mars 2000 déjà en circulation.
- (9) Échéance d'obligations 8 1/4 % émises le 1^{er} avril 1978.
- (10) Annulation des titres suivants détenus par le Fonds de rachat: 14,6 millions de dollars d'obligations 9 1/4 % 15 juin 1994; 12,8 millions de dollars d'obligations 10 % 1^{er} oct. 1995; 6,2 millions de dollars d'obligations 9 1/4 % 15 mai 1997; 16,2 millions de dollars d'obligations 9 1/4 % 1^{er} oct. 1999; 3,0 millions de dollars d'obligations 8 3/4 % 1^{er} févr. 2002 et 9,0 millions de dollars d'obligations 9 1/4 % 1^{er} oct. 2003.
- (11) Annulation des titres suivants détenus par le Fonds de rachat: 7,3 millions de dollars d'obligations 9 1/4 % 15 juin 1994; 6,4 millions de dollars d'obligations 10 % 1^{er} oct. 1995; 6,0 millions de dollars d'obligations 9 1/4 % 15 mai 1997; 3,6 millions de dollars d'obligations 9 % 15 oct. 1999; 3,1 millions de dollars d'obligations 9 3/4 % 15 déc. 2000; 8,1 millions de dollars d'obligations 9 1/4 % 1^{er} oct. 2001; 1,5 million de dollars d'obligations 8 3/4 % 1^{er} févr. 2002 et 4,5 millions de dollars d'obligations 9 1/4 % 1^{er} oct. 2003.
- (12) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 31 janv. 1986 en obligations 14 1/4 % échéance 1^{er} mai 1991; l'exercice de ce droit porte à environ 14,69 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} mai 1981 à l'échéance en 1991.

ANNEXE TABLEAU IV

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien*: émissions et remboursements

Date en 1981	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Livraisons	Remboursements
Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement						
1 ^{er} févr.	8 1/2 % 1 ^{er} févr., 1981					475 ⁽¹⁾
	4 % 1 ^{er} févr., 1981					300 ⁽²⁾
12 3/4 % 15 déc., 1983	2 ans et 10 1/2 mois	12,95		275		
12 1/2 % 1 ^{er} févr., 1986	5 ans	12,64		725 ⁽³⁾		
13 % 1 ^{er} mai 2001	20 ans et 3 mois	13,24		500 ⁽⁴⁾	1 500	
13 3/4 % 1 ^{er} août 1984	3 ans et 5 mois	13,75		450 ⁽⁵⁾	250 ⁽⁶⁾	700
13 3/4 % 15 mars 2000	19 ans et 1/2 mois	13,86		250 ⁽⁷⁾	600 ⁽⁸⁾	250 ⁽⁹⁾
13 3/4 % 15 mars 2000	18 ans et 11 1/2 mois	13,82		250 ⁽¹⁰⁾	850	
13 1/4 % 1 ^{er} févr., 1985	3 ans et 10 mois	13,32				
13 1/4 % 15 mars 2000	18 ans et 11 1/2 mois	13,82				
1 ^{er} mars	13 3/4 % 1 ^{er} août 1981					
9 avril						
1 ^{er} mai	14 1/2 % 1 ^{er} mai 1986	5 ans	14,79	500 ⁽¹¹⁾		
1 ^{er} juin	8 3/4 % 1 ^{er} juin 1981			400		1 000 ⁽¹²⁾
1 ^{er} juill.	16 1/4 % 1 ^{er} avrill 1984	2 ans et 10 mois	16,49	400		
	15 1/4 % 1 ^{er} juin 1986	5 ans	15,77	550 ⁽¹³⁾	250	
	15 3/4 % 1 ^{er} févr., 2001	19 ans et 8 mois	16,08		1 200	
1 ^{er} juill.	16 % 15 oct., 1983	2 ans et 3 1/2 mois	15,85	75		
	14 3/4 % 1 ^{er} juill., 1986	5 ans	14,75	450 ⁽¹⁴⁾	175	
	15 % 1 ^{er} juill., 2000	19 ans	15,08		700	
31 juill.	16 1/4 % 1 ^{er} avrill 1984	2 ans et 8 mois	16,50	175 ⁽¹⁵⁾		
	15 1/4 % 1 ^{er} juin 1986	4 ans et 10 mois	15,76	350 ⁽¹⁶⁾	175 ⁽¹⁷⁾	
	15 3/4 % 1 ^{er} févr., 2001	19 ans et 6 mois	16,04		700	
1 ^{er} août	7 1/4 % 1 ^{er} août 1981					
15 oct.	18 3/4 % 15 oct., 1983	2 ans	19,00	100		
	18 % 1 ^{er} oct., 1986	4 ans et 11 1/2 mois	18,23	400 ⁽²⁰⁾	500	

ANNEXE TABLEAU III

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes* avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques	Bons du Trésor	Obligations ⁽¹⁾				Acceptations bancaires ⁽²⁾	Ensemble des postes précédents	Titres pris en pension
		3 ans ou moins	3 à 5 ans	5 à 10 ans	Plus de 10 ans			

1981	Janvier	- 1 049,0	-	-	-	-	- 1 049,0	- 92,9
	Février	+ 20,0	-	-	-	-	+ 20,0	- 27,6
	Mars	- 144,0	-	-	-	-	- 144,0	+ 153,7
	Avril	+ 149,0	-	-	-	-	+ 149,0	- 106,7
	Mai	- 242,7	-	-	-	-	- 242,7	- 47,0
	Juin	-	-	-	-	-	-	-
	Juillet	+ 108,1	-	-	-	-	+ 108,1	-
	Août	+ 101,0	-	-	-	-	+ 101,0	+ 230,5
	Septembre	- 463,5	-	-	-	-	- 463,5	- 230,5
	Octobre	- 145,0	-	-	-	-	- 145,0	-
	Novembre	+ 392,0	-	-	-	-	+ 392,0	+ 238,8
	Décembre	+ 802,5	-	-	-	-	+ 802,5	- 238,8
1982	Total	- 471,6	-	-	-	-	- 471,6	- 120,5
	Janvier	- 105,0	-	-	-	-	- 105,0	-

* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (-) le contraire
⁽¹⁾ Ventilation d'après le nombre d'années à court, à compter de la date de l'opération
⁽²⁾ Y compris les acceptations bancaires arrivant à échéance

Réserves-encaisse excédentaires			
Montant	Coefficient moyen	des réserves	excédentaires
cumulé des			
excédents pour			
la période			

329	0,025	2	9	31,1	154,7
602	0,042	2	10	13,6	192,5
843	0,061	-	6	-	97,7
519	0,038	2	6	18,4	83,7
326	0,022	-	9	-	178,5
445	0,025	4	11	34,2	198,5
279	0,018	3	10	2,6	187,6
617	0,043	2	8	9,1	116,2
650	0,042	3	7	29,9	150,9
508	0,040	1	6	20,6	162,2
593	0,038	2	6	13,6	131,9
1 123	0,071	1	8	5,0	150,7
1 018	0,071	2	7	6,7	137,1
996	0,058	-	10	-	158,3
1 008	0,069	1	6	0,9	74,6
1 203	0,075	-	9	-	167,5
707	0,047	1	6	10,2	104,7
1 031	0,063	1	6	3,3	91,8
533	0,035	1	7	18,1	118,6
1 163	0,070	1	9	0,9	158,6
477	0,036	1	8	14,4	225,9
563	0,035	3	11	59,0	241,0
998	0,061	1	10	0,3	195,6
1 081	0,072	1	7	3,8	140,3
705	0,045	-	5	-	83,5
358	0,023	2	6	6,1	58,6
853	0,050	1	9	1,3	122,2

ANNEXE TABLEAU II

Réserve-encaisse des banques à charte

En millions de dollars, sauf indication contraire

Montant minimum requis:	Moyenne des avoirs en pièces de monnaie et en billets de la Banque du Canada	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables de la période
-------------------------	--	--	--	---

1981	Janvier	1-15	7 041	1 555	5 486	5 519	10
		16-31				5 540	11
	Février	1-15	7 092	1 819	5 273	5 357	10
		16-28				5 325	10
	Mars	1-15	7 111	1 681	5 431	5 463	10
		16-31				5 468	12
	Avril	1-15	6 981	1 667	5 315	5 340	11
		16-30				5 376	10
	Mai	1-15	7 100	1 664	5 436	5 495	11
		16-31				5 493	9
	Juin	1-15	7 011	1 718	5 293	5 347	11
		16-30				5 395	11
	Juillet	1-15	7 032	1 807	5 225	5 326	10
		16-31				5 308	12
	Août	1-15	7 081	1 766	5 315	5 416	10
		16-31				5 425	11
	Septembre	1-15	7 240	1 807	5 433	5 503	10
		16-30				5 526	11
	Octobre	1-15	7 145	1 833	5 312	5 365	10
		16-31				5 418	11
	Novembre	1-15	7 072	1 837	5 235	5 288	9
		16-30				5 286	11
	Décembre	1-15	7 066	1 825	5 241	5 332	11
		16-31				5 349	10
1982	Janvier	1-15	7 816	1 852	5 964	6 035	10
		16-31				6 000	10
	Février	1-15	7 667	2 084	5 583	5 661	11

(1) Pour obtenir les chiffres de ces deux colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques et des prises en pension effectuées avec les négociants du marché monétaire par le nombre de jours ouvrables compris dans la période

Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles - En millions de dollars

Titres du gouvernement nets	Avoirs en monnaies étrangères	Titres de la Banque de l'actif net	Autres éléments de l'actif (montant industriel net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens Banques à charte Gouvernement Autres												
Janvier 1981	- 920	- 221	- 39	+ 180	- 1 077	+ 17	+ 65	- 5	+ 10	- 2	- 12	+ 23	+ 18	- 22	- 4	+ 9	+ 32
Février	- 113	+ 109	-	+ 36	- 15	- 171	+ 208	+ 10	- 2	- 12	+ 23	+ 18	- 22	- 4	+ 9	+ 32	+ 100
Mars	+ 338	+ 669	-	- 166	+ 112	+ 460	+ 271	- 2	- 12	+ 23	+ 18	- 22	- 4	+ 9	+ 32	+ 100	+ 100
Avril	+ 326	- 669	- 44	- 446	+ 150	- 379	- 592	- 12	- 12	+ 23	+ 18	- 22	- 4	+ 9	+ 32	+ 100	+ 100
Mai	+ 38	- 101	-	+ 575	+ 223	+ 99	+ 167	+ 23	+ 18	- 22	- 4	+ 9	+ 32	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100
Juin	+ 878	- 5	-	- 582	+ 335	- 64	+ 2	+ 18	- 22	- 4	+ 9	+ 32	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100
Juillet	+ 148	+ 6	- 40	+ 569	+ 48	- 303	+ 960	- 22	- 4	+ 9	+ 32	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100
Août	+ 154	+ 8	-	- 954	- 99	+ 186	- 875	- 4	+ 9	+ 32	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100
Septembre	- 922	+ 483	-	+ 406	+ 9	+ 205	- 256	+ 9	+ 32	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100
Octobre	+ 16	- 490	- 48	+ 362	- 123	- 110	+ 41	+ 32	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100
Novembre	+ 598	- 1	-	+ 46	+ 2	+ 535	+ 6	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100
Décembre	+ 579	+ 2	-	+ 3	+ 963	- 663	+ 328	- 44	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100
Total	+ 1 120	- 210	- 171	+ 29	+ 528	- 188	+ 325	+ 103	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100	+ 100
Janvier 1982	- 904	+ 3	-	+ 210	- 1 075	+ 796	- 336	- 76	- 76	- 76	- 76	- 76	- 76	- 76	- 76	- 76	- 76

Tableaux en annexe

A la fin de l'année 1981, les obligations d'épargne du Canada représentaient 28 % de l'ensemble de la dette intérieure du gouvernement, contre 22 % l'année précédente. Cette proportion est toutefois à peu près la même qu'à la fin de 1979. La part des obligations négociables dans la dette publique intérieure est passée de 51 à 49 % et celle des bons du Trésor, de 27 à 23 %.

En plus de participer aux opérations de financement effectuées au Canada en 1981, la Banque du Canada a prêté son concours au gouvernement à l'occasion d'activités liées au financement étranger. Le seul emprunt obligataire placé à l'étranger pendant l'année a été celui de 300 millions de dollars E.-U. qui a été conclu à titre privé avec l'Agence monétaire de l'Arabie Saoudite. Les modalités de cet emprunt daté du 3 novembre ont été fixées à la mi-septembre; elles comportent un taux de 16¼ %, mis sur base semestrielle, et une échéance de 5 ans. Durant l'année 1981, des améliorations considérables ont été apportées aux modalités des deux lignes de crédit à moyen terme en dollars E.-U. que le gouvernement avait négociées avec des consortiums de banques en 1977 et en 1978. En juin, le gouvernement a annoncé que les banques à charte canadiennes venaient de remplacer son ancienne ligne de crédit par

une nouvelle d'une durée de 8 ans et d'un montant de 3,5 milliards de dollars E.-U. Le plateau de la ligne de crédit a été ainsi relevé de 1 milliard de dollars E.-U., et le terme à couvrir prolongé de 3 ans et demi. En octobre, le gouvernement a annoncé des modifications de l'entente en vertu de laquelle un consortium de banques étrangères lui avait accordé une ligne de crédit de 3 milliards de dollars E.-U. La durée de l'entente a été prolongée de 2 ans, et le gouvernement a maintenant la possibilité d'emprunter à des taux basés soit sur le taux préférentiel des prêts bancaires aux Etats-Unis soit sur le taux interbancaire de Londres (LIBOR). Les nouvelles modalités des deux lignes de crédit prévoient une diminution des commissions et des marges que le gouvernement doit verser en sus du taux débiteur de base.

Au début de 1982, le gouvernement a annoncé le placement, à titre privé, d'un emprunt de 400 millions de francs suisses. Cet emprunt a donné lieu à l'émission de billets à cinq ans, munis de coupons annuels de 7¼ %. Le produit de cette opération est affectué sur le marché suisse sera affecté au remboursement d'un emprunt bancaire de 700 millions de francs suisses que le gouvernement avait négocié au début de 1979 et qui vient à échéance le 8 mars 1982.

Résumé des variations de l'encours des titres du gouvernement canadien en 1981

Cette diminution du montant des bons du Trésor offerts, et par conséquent l'encours de ces titres, a permis à la Banque du Canada d'annoncer le 20 novembre une réduction du coefficient minimum des réserves secondaires des banques à charte, qui est ainsi passé de 5 à 4 % en décembre. Comme ces réserves sont surtout constituées de bons du Trésor du gouvernement canadien, cette mesure a facilité l'ajustement des marchés financiers à la diminution de l'encours des titres en dollars canadiens du gouvernement et par leur ventilation par débiteur. L'augmentation de la dette globale s'est traduite en grande partie par une augmentation des titres détenus par le public.

En milliards de dollars (valeur nominale)	
Bons du Trésor	0,0
Obligations d'épargne du Canada	+ 8,1
Obligations négociables	+ 4,3
Ventilation par détenteur :	
Banque du Canada	+ 12,4
Bons du Trésor	0,0
Obligations négociables	+ 1,1
Banques à charte	+ 1,1
Bons du Trésor	+ 1,1
Obligations négociables	- 0,9
Comptes du gouvernement	+ 0,2
Bons du Trésor	0,0
Obligations négociables	+ 0,1
Public	+ 0,1
Obligations d'épargne du Canada	+ 8,1
Bons du Trésor	- 1,1
Obligations négociables	+ 4,0
	+ 11,0

campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada et par ses retombées. Le gouvernement a annoncé le 11 septembre les modalités de l'émission 1981-1982. Compte tenu des niveaux des taux d'intérêt offerts à ce moment-là sur les autres instruments comparables, le taux des obligations d'épargne a été fixé à 19½ % pour l'année commençant le 1^{er} novembre 1981. Un minimum de 10½ % a été établi pour chacune des six années restantes. Le gouvernement a également annoncé à la même occasion que le taux de 19½ % fixé pour l'année commençant le 1^{er} novembre 1981 s'appliquerait à toutes les émissions en cours. À la lumière du mouvement à la baisse que les taux d'intérêt ont enregistré de la fin de septembre jusqu'en novembre, la nouvelle émission d'obligations d'épargne du Canada, qui était assortie d'un taux de 19½ % pour la première année, a été considérée comme très attrayante durant la partie principale de la campagne, qui va de la fin d'octobre au début de novembre. Le gouvernement a mis fin à la vente des obligations le plus tôt qu'il le pouvait, soit le 6 novembre. La campagne s'est soldée par des ventes brutes de 12,8 milliards de dollars, ce qui a entraîné une très forte augmentation des dépôts en dollars canadiens du gouvernement. Ces dépôts ont en effet atteint un sommet d'environ 12 milliards de dollars au cours de la troisième semaine de novembre. Compte tenu de cette amélioration de situation de trésorerie, le gouvernement a remoursé à même son encaisse - plutôt que de la refinancer - la seule émission d'obligations négociables qui arrivait à échéance au cours du dernier trimestre de l'année, soit l'émission de 300 millions de dollars échue le 15 décembre. En outre, le gouvernement a réduit l'encours des bons du Trésor de la mi-octobre à la fin de l'année, en diminuant chaque semaine les montants offerts aux adjudications. L'encours des bons du Trésor offerts a diminué de plus de 2 milliards de dollars au cours de cette période de deux mois et demi, de sorte que l'augmentation du début de l'année a été complètement absorbée.

En sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, la Banque du Canada a effectué en 1981, dans le cadre de la gestion de la dette publique, des opérations de financement qui ont entraîné une augmentation de 12,4 milliards de dollars de l'encours, à la valeur nominale, des titres du gouvernement libellés en dollars canadiens. Les fonds provenant de ces opérations ont servi à financer les besoins intérieurs de trésorerie du gouvernement et à augmenter de 3,4 milliards de dollars ses dépôts en dollars canadiens.

Près des deux tiers de l'accroissement de la dette publique s'expliquent par l'augmentation de l'encours des obligations d'épargne du Canada. Le reste de cet accroissement, dont la majeure partie a été enregistrée durant le premier semestre de l'année, est attribuable à des émissions des changes durant la seconde quinzaine de juillet et le début d'août. La remontée des taux d'intérêt de janvier à août a provoqué des remboursements de plus de 3 milliards de dollars d'obligations d'épargne du Canada au cours de cette période ainsi que trois relevements du taux qui serait versé, pour la période se terminant le 1^{er} novembre 1981, sur l'ensemble des obligations d'épargne détenues par le public. Ce taux est passé de 11½ à 13¾ % le 1^{er} avril, puis à 16¼ % le 1^{er} juin et enfin à 18½ % le 1^{er} août. Ces relevements successifs ont porté à 14,41 % le taux de rendement des obligations d'épargne pour l'année se terminant le 31 octobre 1981.

Les opérations de gestion de la dette publique durant les trois derniers mois de l'année ont été fortement influencées par la

difficile, marqué par des hausses irrégulières judications régulières. C'est dans un climat de 6 mois et à 1 an offerts à l'occasion des ad- le montant des bons du Trésor à 3 mois, à échus et environ 2 milliards en augmentant des montants supérieurs aux montants émettant des obligations négociables pour 4,5 milliards de dollars d'argent frais en le gouvernement s'est procuré environ l'année. De janvier au début de l'automne, mois de 1981 de celles des derniers mois de sez différentes au cours des neuf premiers opérations de gestion de la dette ont été as- Les circonstances qui ont entouré les de l'année.

bons du Trésor n'a pas varié sur l'ensemble d'obligations négociables. L'encours des l'année, est attribuable à des émissions enregistrée durant le premier semestre de l'augmentation de l'encours des obligations d'épargne du Canada. Le reste de cet accroissement, dont la majeure partie a été enregistrée durant le premier semestre de l'année, est attribuable à des émissions des changes durant la seconde quinzaine de juillet et le début d'août. La remontée des taux d'intérêt de janvier à août a provoqué des remboursements de plus de 3 milliards de dollars d'obligations d'épargne du Canada au cours de cette période ainsi que trois relevements du taux qui serait versé, pour la période se terminant le 1^{er} novembre 1981, sur l'ensemble des obligations d'épargne détenues par le public. Ce taux est passé de 11½ à 13¾ % le 1^{er} avril, puis à 16¼ % le 1^{er} juin et enfin à 18½ % le 1^{er} août. Ces relevements successifs ont porté à 14,41 % le taux de rendement des obligations d'épargne pour l'année se terminant le 31 octobre 1981.

Les opérations de gestion de la dette publique durant les trois derniers mois de l'année ont été fortement influencées par la

autorisée à ouvrir une filiale au Canada que si elle a le potentiel nécessaire pour contribuer à stimuler la concurrence au sein du système bancaire canadien et que si le pays d'origine de cette banque offre aux banques canadiennes au moins les mêmes possibilités d'y exercer leurs activités. Actuellement, 47 banques étrangères venues de 13 pays ont reçu le statut de banques à charte au Canada. Ces banques ont concentré leurs opérations dans le domaine du financement aux entreprises commerciales.

La nouvelle Loi a aussi légèrement accru les pouvoirs des banques dans le domaine du crédit. Ainsi, les banques sont désormais expressément autorisées à effectuer certains types d'opérations de crédit-bail et de médiation de leurs filiales.

Depuis le début du siècle, la Loi sur l'Association des banques canadiennes a confié aux banques à charte le soin de gérer le système de compensation et de règlement des chèques et des autres effets de paiement qui circulent dans le système financier du pays. En vertu de la Loi sur l'Association canadienne des paiements, organisme nouvellement créé, les établissements bancaires qui acceptent des dépôts transférables peuvent maintenant participer, en qualité de membres de l'Association canadienne des paiements, au fonctionnement et à l'amélioration du système national de compensation et de règlement. Des progrès

Le 1^{er} décembre 1980, le Parlement canadien apportait d'importantes modifications à la législation bancaire du pays. Ces modifications visaient à stimuler la concurrence au sein du système financier et à accorder, dans un certain nombre de domaines, un traitement plus équitable aux institutions financières.

L'une des révisions apportées à la Loi a été l'adoption d'une disposition autorisant les banques étrangères à établir des filiales au Canada. Jusque-là, un grand nombre de banques étrangères avaient au Canada des sociétés financières affiliées, dont le fonctionnement était régi habituellement par des lois provinciales. Ces sociétés concurrentielles les banques canadiennes dans le domaine des prêts commerciaux et des services connexes sans être pour autant régies par la législation bancaire canadienne. En vertu de la nouvelle législation, les banques étrangères ont les mêmes pouvoirs que les banques canadiennes et sont soumises aux mêmes restrictions qu'aux dernières, mais elles sont sujettes à un certain nombre de limitations additionnelles. Par le biais des restrictions apportées au capital autorisé des banques étrangères et à la proportion des engagements de ces institutions par rapport à leurs fonds propres, les prêts intérieurs de l'ensemble de ces institutions ne pourront pas dépasser 8 % du total de l'actif national du système bancaire canadien. De plus, une banque étrangère ne sera-

large comme guides de sa politique monétaire, mais elle est d'avis jusqu'à maintenant, ne présentent, du moins jusqu'à maintenant, aucun avantage marqué sur M1. Les agrégats monétaires au sens beaucoup plus large ont été encore plus influencés que M1 par des déplacements de fonds, de sorte que tout objectif de croissance déterminé en fonction de ces agrégats devrait probablement être ajusté encore plus souvent que ce n'est le cas à l'heure actuelle. De plus, il apparaît, à la lumière de l'expérience, que les périodes pendant lesquelles il subsisterait des doutes sur la façon d'interpréter ces agrégats par rapport aux cibles seraient encore plus longues.

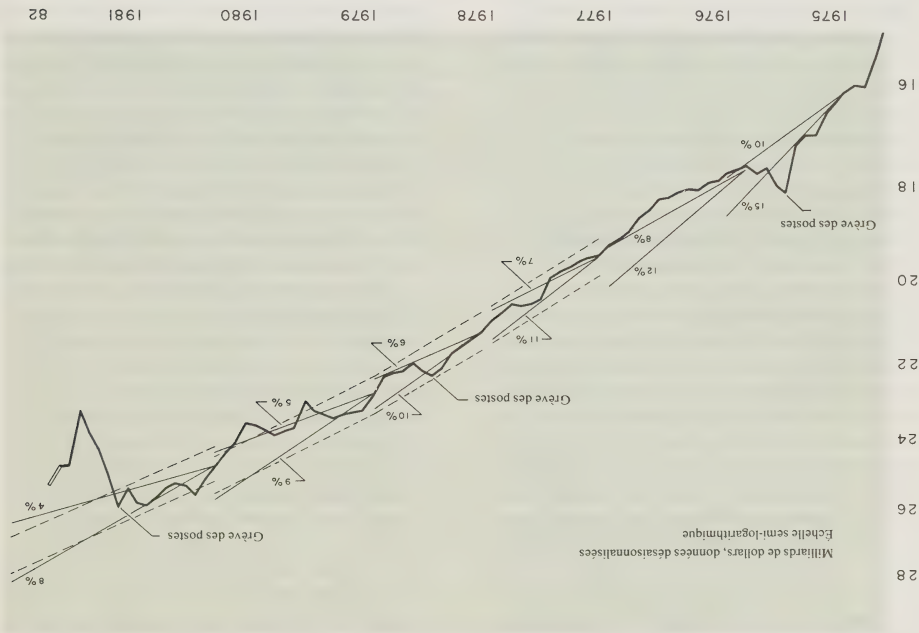
Jusqu'à maintenant, l'expérience confirme la Banque dans son opinion qu'il n'était pas justifié de se fier uniquement aux agrégats pour déterminer le degré approprié d'expansion monétaire. La Banque continue toutefois de croire que M1 est particulièrement utile comme clignotant qui signale les erreurs susceptibles de s'accumuler sur longue période. Fondamentalement, c'est la tenue de l'économie qui intéresse la Banque, celle-ci continue de tenir compte d'un large éventail de considérations économiques et financières dans la mise en œuvre de sa politique monétaire.

cours de compensation. Les estimations* du montant des effets en cours de compensation ont fait récemment l'objet d'importantes révisions, car les données déclarées par les banques contenaient un certain nombre d'erreurs imputables à des modifications découlant de la nouvelle Loi sur les banques. Parmi ces modifications, mentionnons l'achat par les banques des titres détenus par les actionnaires minoritaires dans leurs filiales et la consolidation des données des banques-mères et de leurs filiales en vertu du nouveau système de relevés statistiques des banques.

Dans ces circonstances, la Banque n'est pas portée, pour le moment, à tirer du récent profil de croissance de M1 de conclusions sur la conjoncture monétaire, à moins qu'elles puissent être confirmées par d'autres indicateurs économiques et financiers.

La Banque a étudié la possibilité d'utiliser des agrégats monétaires au sens

* Comme il est impossible de calculer directement le montant des chèques en cours de compensation utilisé chaque semaine dans l'établissement des statistiques de la masse monétaire, on obtient un montant estimatif en faisant la différence entre le passif des banques (capital compris) et les avoirs déclarés. Aussi, toute erreur contenue dans l'un ou l'autre des postes du bilan se répercute-t-elle sur le montant estimatif des chèques en compensation.



renforcé cette tendance. Enfin, il convient de mentionner le processus de transfert de fonds des comptes de chèques non productifs d'intérêt aux comptes d'épargne à intérêt quotidien. Ces déplacements de fonds se sont accentués en fait au second semestre de l'année, sous l'impulsion des niveaux élevés des taux d'intérêt. Le recul des taux d'intérêt survenu à partir du mois d'août a produit par la suite l'effet contraire sur M1. Ainsi, M1 a déjà amorcé une certaine reprise, mais il faudra encore quelques mois avant que cette évolution des taux d'intérêt produise pleinement ses effets. Il reste que les mouvements de M1 au cours des quelques derniers mois ont eu une ampleur telle qu'ils ne peuvent être expliqués par les variations de la dépense totale et des taux

d'intérêt, même si l'on fait abstraction des déplacements de fonds vers les comptes d'épargne à intérêt quotidien. La Banque cherche maintenant à déterminer s'il n'y a pas un problème d'ordre statistique dans le calcul de M1. Le calcul des sommes d'argent détenues par le public dans des dépôts à vue se trouve compliqué par la nécessité d'éliminer les doubles emplois causés par les chèques qui sont déposés aux comptes des bénéficiaires et dont le montant continue de figurer au crédit des comptes des émetteurs durant le processus de compensation dans le système bancaire. Par conséquent, pour calculer M1, il faut déduire du montant brut des dépôts à vue déclaré par les banques la valeur des chèques et instruments de paiement en

L'incidence qu'il aurait sur M1 avant que le processus soit presque achevé et, dans l'intervalle, le taux de croissance de M1 a été un guide moins fiable pour la politique monétaire. Les cibles de croissance de M1 fixées en 1976 et en 1977 ont permis de commander largement, mais pas entièrement, la baisse de M1.

Une innovation plus récente a été la prolifération, à partir de la fin de 1979, des comptes d'épargne à intérêt quotidien. Ces comptes présentent un attrait particulier pour les excédents temporaires de fonds qui autrement auraient été gardés dans des comptes de chèques personnels non productifs d'intérêt. Par conséquent, ils incitent les particuliers à gérer leurs affaires en maintenant, en moyenne, un solde moindre dans leurs comptes de chèques. Comme les comptes de chèques personnels sont compris dans M1 et que les comptes à intérêt quotidien ne le sont pas, les transferts de fonds des premiers aux seconds entraînent un ralentissement du rythme de croissance de M1. L'actuelle fourchette de croissance de M1, annoncée en février 1981, avait été ajustée à la baisse pour tenir compte de ce ralentissement. En opérant l'ajustement à la baisse, la Banque a choisi, pour mesurer les taux-cibles de croissance de M1, une nouvelle période de base où M1 était inférieur d'un peu moins de un point de pourcentage au point médian de l'ancienne fourchette.

Au cours de l'année dernière, les soldes des comptes d'épargne à intérêt quotidien ont encore considérablement augmenté, et, une fois de plus, une partie de l'augmentation s'est faite aux dépens de la croissance des comptes de chèques personnels. Il faut tenir compte d'une façon ou d'une autre de ce déplacement de fonds lorsque l'on interprète l'évolution récente de M1. Selon les premières estimations, la croissance de M1 se serait ralentie graduellement en 1981, de sorte qu'à la fin de l'année le niveau de M1 a été de quelque 2 % inférieur à ce qu'il aurait été autrement. Au prochain ajustement de la fourchette-cible de M1, la Banque tiendra compte de ce nouveau déplacement de fonds.

De nouvelles pratiques susceptibles d'influencer M1 sont en train d'être adoptées dans le système bancaire, et l'on s'attend généralement à ce qu'elles soient suivies par d'autres. Par exemple, certaines institutions financières offrent maintenant aux particuliers un type de compte de dépôt assorti d'un droit de tirage par chèque et d'un intérêt compétitif, pourvu que le solde maintenu excède un certain minimum. L'existence de ce type de compte pourrait inciter bien des gens à fermer leurs comptes de chèques personnels. De plus, certaines tendances qui se manifestent à l'heure actuelle nous portent à croire que les banques mettront à la disposition des moyennes entreprises les services de gestion de entreprises qu'elles offrent déjà aux grosses sociétés. Il est possible qu'à l'avenir l'utilisation d'un système électronique de transfert des fonds, vers laquelle nous nous dirigeons, donne lieu à une modification du rôle des dépôts transférables par chèques. La Banque suit de près l'évolution de ces tendances.

Les déplacements de la quantité soustraite de dépôts pour des fins de transactions compliquent certainement l'interprétation des mouvements à court terme de M1, car il faut un certain temps pour déterminer les ajustements nécessaires. Néanmoins, la Banque s'attend à ce qu'il soit possible d'identifier les déplacements de fonds et de les prendre suffisamment en considération pour préserver l'utilité de M1 comme guide à plus long terme.

* * *

La conjoncture économique et monétaire. Il faut également d'autres influences. Certaines d'entre elles peuvent être facilement identifiées : les grèves des postes, par exemple, entraînent un gonflement passager des comptes de chèques des particuliers; de même, la campagne annuelle de vente d'obligations d'épargne du Canada et le paiement des intérêts sur ces obligations ont, chaque année en novembre, une influence passagère sur M1 à cause des importations et sorties de fonds aux comptes en banque dont ils s'accroissent. Il arrive souvent aussi que M1 entrepasse des fluctuations dont on ne parvient pas à déterminer les causes. Même si ces fluctuations ne sont ni d'une ampleur ni d'une durée considérables, elles peuvent parfois amener M1 à s'écarter de sa tendance fondamentale pendant plusieurs mois. Il n'est pas évident qu'on ait intérêt à essayer d'adopter ces fluctuations, puisqu'elles ne reflètent pas de tendances économiques fondamentales. Si l'on essayait toutefois de les adoucir, les taux d'intérêt accuseraient des fluctuations marquées, qui causeraient d'importants problèmes d'ajustement tant pour les emprunteurs que pour les prêteurs.

Une autre raison est que M1 ne traduit pas immédiatement les modifications brusques des forces économiques. Lorsqu'il est possible de prévoir avec quelque certitude les effets des chocs économiques, ainsi que leurs implications pour M1, la Banque réagit à ces chocs immédiatement au lieu d'attendre qu'ils agissent sur M1. Les exemples récents les plus frappants sont les variations brusques enregistrées par le cours du dollar canadien, lesquelles ont été liées tantôt aux fluctuations marquées des taux d'intérêt E.-U., tantôt à d'autres événements. Dans le climat inflationniste que connaît le Canada depuis quelque temps, un recul sensible du dollar canadien ne tarderait pas à entraîner une accélération de la hausse des prix, une augmentation de la dépense nominale et un gonflement des encaisses que le public détient pour financer cette dépense. Dans de tels cas, la Banque réagit immédiatement.

Le même, la Banque a contrebalancé la bande-cible.

De même, la Banque a contrebalancé la bande-cible.

quelques reprises, certaines tendances des taux d'intérêt à court terme à tomber à des niveaux qui semblaient bas par rapport au taux d'inflation. Dans le passé, lorsque les taux d'intérêt à court terme sont restés en dessous du taux d'inflation pendant un certain temps, ils ont stimulé indûment l'emprunt, ce qui a alimenté les opérations spéculatives et contribué à intensifier les pressions inflationnistes.

Les mesures prises par la Banque pour atténuer les baisses excessives du taux de change et des taux d'intérêt ont fait que M1 est quelquefois tombé en dessous de la fourchette-cible et y est resté plus longtemps qu'il ne l'aurait fait autrement. Toutefois, ces déviations par rapport à la cible ont été temporaires, et la Banque croit qu'il était préférable d'agir comme elle l'a fait plutôt que de laisser s'accumuler les pressions inflationnistes avant que la politique monétaire n'intervienne.

L'évolution de M1 a également été modifiée par un certain nombre d'innovations qui se sont produites dans le domaine bancaire, ce qui a encore aggravé les problèmes d'utilisation à court terme de cet agrégat. Ces innovations ont eu pour effet de réduire considérablement au cours des dernières années le niveau moyen de la monnaie et des dépôts à vue que détiennent les entreprises et les particuliers par rapport au montant des paiements qu'ils effectuent. Tandis que les taux d'intérêt augmentaient, les grosses entreprises ont cherché de plus en plus à réduire au minimum leurs dépôts à vue. En 1976 et en 1977, elles étaient parvenues à réduire considérablement ces dépôts grâce à l'amélioration des services de gestion des encaisses que leur offraient les banques. La Banque du Canada était consciente de ce phénomène, mais il ne lui était pas possible d'évaluer l'ampleur de

Dans les sections précédentes du Rapport, on a souligné qu'il est important de contrôler le rythme d'expansion monétaire. La présente section traite de quelques-uns des problèmes que pose en pratique cette proposition fondamentale. Il n'y a pas qu'une seule définition de

la masse monétaire. Il existe au Canada toute une gamme d'avoirs financiers liquides, appartenant à divers degrés à la monnaie. Ces avoirs peuvent être groupés sous un large éventail de dénominations de la masse

se trouve la masse monétaire au sens très étroit de l'ensemble de la monnaie et du passif-dépôts de la Banque du Canada, souvent appelé monnaie de banque centrale ou monnaie de base. À l'autre extrémité se trouve la masse monétaire au sens large, un large éventail de définitions de la masse monétaire. À une extrémité de cet éventail

trouvent le moyen de se débarrasser, qui comme nous le déposons dans les banques et les autres institutions financières ainsi que les avoirs du public en titres liquidés émis par les gouvernements ou les sociétés non

L'agrégat auquel la Banque du Canada a décidé de consacrer une attention particulière est un agrégat au sens étroit, défini comme l'ensemble de la monnaie hors banques et des dépôts à vue du public dans les banques à charte. Cet agrégat, appelé habituellement M1, est une mesure des sommes d'argent que gardent les particuliers et les entreprises en vue d'effectuer des paiements. La Banque a décidé d'utiliser M1 en particulier parce que cet agrégat présente deux caractéristiques importantes. La première tient au rapport relativement stable et systématique qui a été observé entre, d'une part, les hausses et les baisses du taux

d'expansion de la dépense globale dans l'économie et, d'autre part, les taux de croissance des avoirs monétaires compris dans M1. Lorsque la croissance de la dépense globale s'accroît, par suite d'une accélération de l'accroissement du volume des transactions ou des prix, le public a généralement tendance à garder davantage d'argent liquide en prévision des paiements à effectuer, ce qui fait augmenter le taux de croissance de M1. La seconde caractéristique est qu'il est plus aisé d'orienter M1 à l'intérieur d'un sentier donné que les agrégats au sens large. Pour orienter l'évolution de cet agrégat, la Banque a recours à l'influence qu'elle peut exercer sur le niveau des taux d'intérêt à court terme. Par exemple, un relèvement des taux d'intérêt à court terme encourage les détenteurs de monnaie et de dépôts à vue à limiter les soldes qu'ils tiennent dans des comptes non productifs d'intérêt, ce qui ralentit la croissance de M1.

Dans la mise en œuvre de la politique monétaire, la Banque se fixe, depuis 1975, des objectifs de croissance définis en fonction de M1, dans le but de donner plus de poids aux considérations à long terme qu'elle ne le faisait auparavant. Elle a progressivement abaissé les limites de la fourchette-cible de croissance de M1, qui étaient au début de 10 % et 15 %, aux limites actuelles de 4 % et 8 %.

Dans la poursuite de ces objectifs, la Banque n'a pas jugé sage d'attacher une grande importance à l'évolution à court terme de M1, et ce, pour plusieurs raisons. L'une de ces raisons est que M1 n'est pas uniquement influencé à court terme par

Dans la plupart des cas récents où le Fonds a augmenté son aide financière à des pays dont la balance des paiements est fortement déficitaire, il a demandé aux pays bénéficiaires de s'engager à mettre en oeuvre les politiques d'ajustement adéquates. L'octroi de ce type de financement temporaire destiné à régler des problèmes de balance des paiements – et qui se distingue nettement des prêts à long terme accor-

Fonds dans le système monétaire international. Bien que cet organisme ne puisse satisfaire qu'une partie relativement faible de l'ensemble des besoins de financement, il peut inciter les pays emprunteurs à appliquer des politiques qui amélioreront leur solvabilité et faciliteront leur accès à d'autres sources de financement.

On s'attend à ce que l'excédent de la balance des paiements des pays de l'OPF diminue encore en 1982, mais l'ensemble des capitaux dont les pays en développement et les petits pays industrialisés ont besoin pour payer le déficit de leurs balances des paiements restera probablement important. D'autre part, les banques internationales ont eu tendance à se préoccuper davantage de la rentabilité de leurs opérations internationales et du degré de concentration des risques-pays. Elles se soucient également de savoir si elles ont un capital-actions suffisant pour continuer à effectuer des opérations d'intermédiation sur la même échelle que par les années passées. Les politiques et les perspectives des pays emprunteurs font maintenant l'objet d'examens plus minutieux, ce qui se reflète par des écarts accrus entre les taux d'intérêt auxquels les divers pays peuvent emprunter.

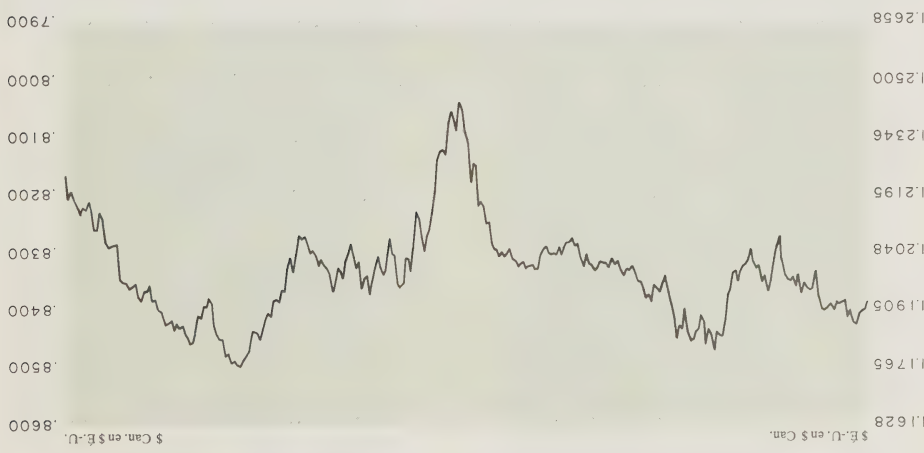
Le Fonds monétaire international joue depuis quelque temps un rôle plus actif dans les processus d'ajustement. Au cours des deux dernières années, le montant net des prêts aux pays en développement a augmenté considérablement, et les engagements de prêts se sont accrues encore davantage. Cette évolution traduit dans une large mesure la nouvelle politique d'accès élargi aux ressources du Fonds, pour laquelle cet organisme a augmenté sensiblement ses emprunts auprès de certains pays membres. Le Canada participe avec les autorités monétaires de la plupart des pays industrialisés aux accords qui permettront au Fonds de se procurer, directement ou par le truchement de la Banque de règlements internationaux, un financement à court terme d'un montant maximum de 1,3 milliard de droits de tirage spéciaux (soit 1,8 milliard de dollars en-tion).

Les emprunts contractés sur les marchés financiers internationaux par les pays d'Europe de l'Est ont diminué en 1981; au second semestre, ces emprunts ont enregistré un fléchissement marqué, dû à la prudence croissante manifestée par les prêteurs, particulièrement depuis les événements de Pologne. Par contre, les emprunts des pays en développement non producteurs de pétrole se sont sensiblement accrus, mais cette augmentation s'est limitée à un petit groupe de pays ayant pour la plupart un revenu relativement élevé. Les pays à faible revenu, qui ont un accès limité aux marchés financiers internationaux, ont continué de dépendre dans une large mesure des subventions et des prêts officiels.

Au cours de l'année dernière, le marché mondial du pétrole a connu une détente, due surtout à un fléchissement de la demande. La perspective d'une stabilité des prix du pétrole s'est améliorée après que les pays de l'OPEP eurent convenu, l'automne dernier, de ne pas majorer en 1982 les prix du pétrole affichés en dollars E.-U. Par suite de la croissance rapide et continue des importations et du recul des exportations des pays de l'OPEP, l'excédent de la balance courante de ces pays semble avoir diminué en 1981 de plus du tiers par rapport au sommet de plus de 100 milliards de dollars E.-U. enregistré en 1980. Ce rétrécissement du solde de la balance courante des pays de l'OPEP s'est accompagné d'une réduction du déficit global des principaux pays industriels. Le déficit de l'ensemble des pays en développement non producteurs de pétrole s'est probablement creusé de nouveau. Les exportations de ces pays se sont ressen-

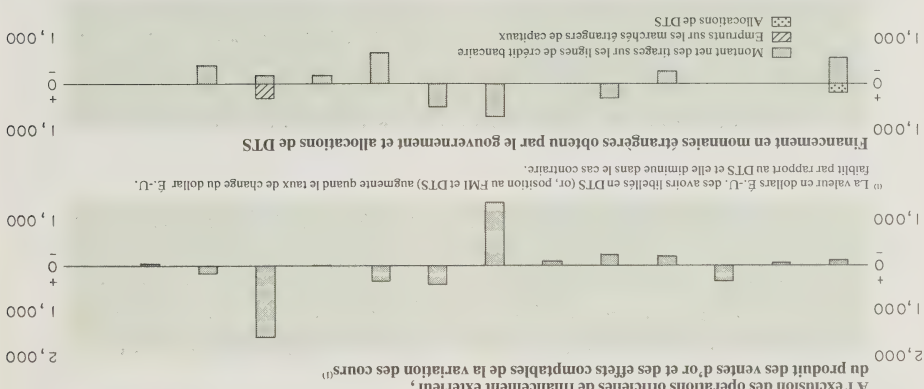
Taux de change

Cours de clôture du comptant, données journalières



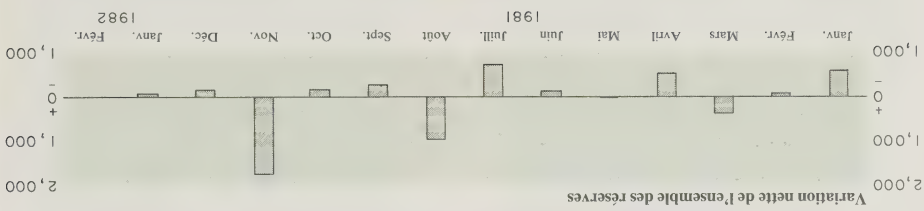
Variations des réserves officielles

Millions de dollars E.-U., données mensuelles



Financement en monnaies étrangères obtenu par le gouvernement et allocations de DTS

^(a) La valeur en dollars E.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le taux de change du dollar E.-U. faiblit par rapport au DTS et elle diminue dans le cas contraire.



Les données du taux de change vont jusqu'au 25 février 1982, celles des réserves officielles jusqu'en janvier 1982.

chapitre du pétrole brut s'est d'abord creusé nettement par suite des réductions de production effectuées par l'Alberta en mars et en juin, puis il s'est amenuisé considérablement après le rétablissement, en septembre, de la production à son niveau antérieur. Sur l'ensemble de l'année, ce déficit s'est accru de plus de 1 milliard de dollars pour dépasser les 5 milliards.

Il y a eu en 1981 trois grands types de flux d'investissements directs. Les deux moins importants ont été celui d'environ 5 milliards de dollars résultant des investissements des Canadiens dans des entreprises établies à l'étranger et celui de plus de 2 milliards résultant des investissements des non-résidents dans des entreprises établies au Canada. Le plus important de ces flux correspond aux achats par les Canadiens de quelque 8 milliards de dollars d'actions représentant des participations majoritaires détenues par des étrangers dans des entreprises établies au Canada. La majeure partie de ces opérations de prise de contrôle se sont effectuées dans l'industrie du pétrole et du gaz naturel et vont dans le sens des objectifs de canadiatisation du Programme énergétique national. Une partie importante des prises de contrôle a néanmoins eu lieu en dehors du secteur énergétique.

Compte tenu des circonstances du moment, les prises de contrôle d'entreprises étrangères établies au Canada devaient être financées, d'une façon ou d'une autre, par une augmentation de la dette extérieure sur laquelle doivent être payés des intérêts. Dans la plupart des cas, ce sont les acheteurs canadiens qui ont contracté à l'étranger les emprunts nécessaires. Ils ont pour cela obtenu principalement des emprunts en dollars E.-U., auprès des banques canadiennes qui, elles, se sont financées sur les marchés financiers internationaux. Toutefois, une partie importante des opérations de prise de contrôle ne s'est accompagnée d'aucun financement extérieur. Dans ces cas, les dollars canadiens ont été convertis sur le marché des changes, ce qui a exercé des pressions à la baisse sur le cours du dollar canadien. Ces pressions ont

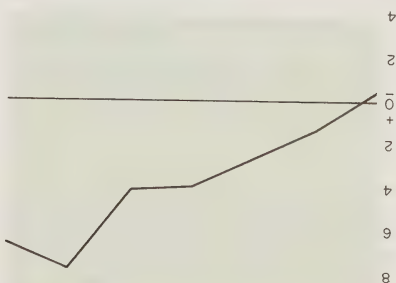
deux composantes de la balance des paiements avait été d'environ 2 milliards de dollars. Au cours de l'année 1981, les besoins de financement ont provoqué de temps à autre, en particulier au début du second semestre, des baisses du taux de change du dollar canadien, et le financement de ces besoins a fait augmenter considérablement les emprunts extérieurs, dont il faudra assurer le service au cours des prochaines années.

L'augmentation du déficit de la balance des paiements courants reflète en partie la réduction de l'excédent de la balance commerciale (qui est passé de 7¼ milliards de dollars à 6½ milliards de dollars) et un accroissement du déficit des transferts et des services autres que les paiements d'intérêts (qui est passé de plus de 4 milliards de dollars en 1980 à environ 5 milliards de dollars en 1981), mais elle reflète surtout l'accroissement du déficit au titre des intérêts (qui est passé de 5,5 milliards de dollars à environ 8 milliards de dollars si l'on tient compte des revenus comptabilisés sous la rubrique des revenus divers et qui correspondent surtout aux intérêts versés aux non-résidents sur des placements autres que des obligations).

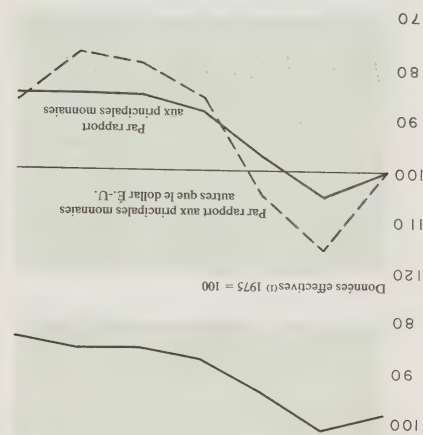
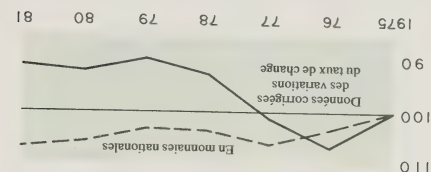
La forte augmentation du montant net des intérêts payés aux non-résidents s'explique en grande partie par l'accroissement sensible de la dette sur laquelle les résidents canadiens versent un intérêt aux étrangers, mais aussi par le relèvement des taux d'intérêt applicables à cette dette.

Au chapitre de la balance commerciale, les importations ont enregistré, de la dernière partie de 1980 au milieu de 1981, une forte augmentation qui est allée de pair avec la reprise de la dépense globale au Canada, mais elles ont fléchi brusquement au dernier trimestre par suite d'un affaiblissement de la demande intérieure. Les exportations ont aussi connu une forte progression au premier semestre de 1981 sous l'influence de la vigueur de la demande aux États-Unis, mais elles n'ont guère varié au second semestre, au cours duquel s'est annulée la demande extérieure. Le déficit au

Balance commerciale

Solde
Milliards de dollars

Principales influences

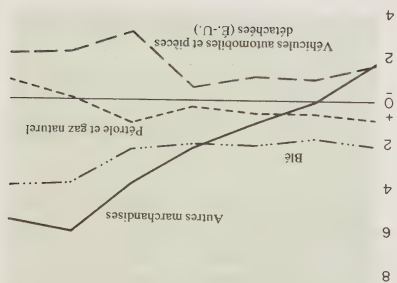
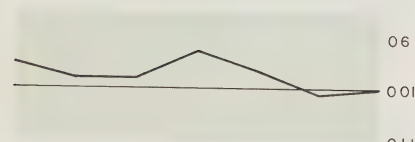
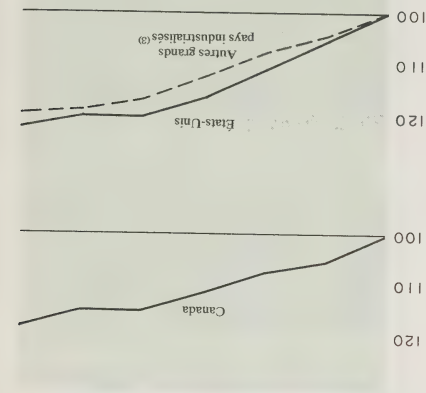
Taux de change (moyennes annuelles)
\$ Can. en \$ E.-U.Coûts unitaires relatifs en main-d'œuvre⁽²⁾
Canada/Etats-Unis, 1975 = 100

⁽¹⁾ Taux de change du dollar canadien par rapport aux devises des dix principaux partenaires commerciaux, pondéré en fonction de ces pays en 1973

⁽²⁾ Salaires, traitements et revenus supplémentaires du travail par unité de PNB réel

Soldes de quelques composantes

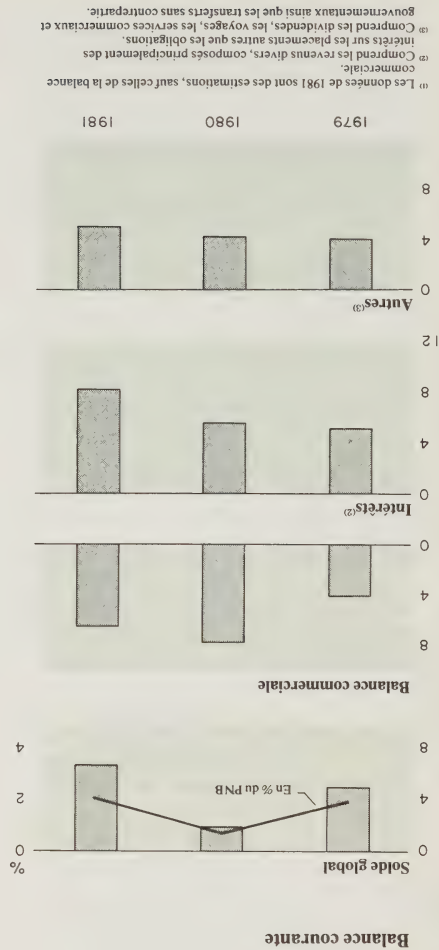
Milliards de dollars

Termes de l'échange
1975 = 100PNB réel
1975 = 100

⁽³⁾ PNB/PPI réels du Japon, du Royaume-Uni, de l'Allemagne, de la France et de l'Italie, pondérés selon l'importance des exportations canadiennes vers chacun de ces pays

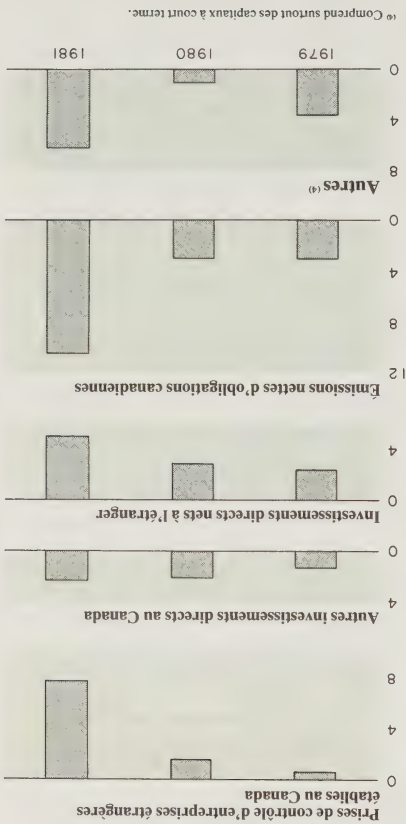
Un des traits marquants des transactions internationales du Canada en 1981 réside dans l'ampleur des besoins de financement extérieur auxquels ces transactions ont donné lieu : la balance des paiements courants s'est soldée pour l'année par un déficit de quelque 7 milliards de dollars, et

Balance des paiements⁽¹⁾
Milliards de dollars



(1) Les données de 1981 sont des estimations, sauf celles de la balance commerciale.
(2) Comprend les revenus divers, composés principalement des intérêts sur les placements autres que les obligations.
(3) Comprend les dividendes, les voyages, les services commerciaux et gouvernementaux ainsi que les transferts sans contrepartie.

Balance des capitaux à long terme:
Principales composantes



(4) Comprend surtout des capitaux à court terme.

les variations des investissements directs - c'est-à-dire des investissements dans des entreprises contrôlées par l'investisseur ou dans lesquelles ce dernier possède des actions - ont entraîné des sorties nettes de capitaux totalisant environ 10 milliards de dollars. En 1980, le solde de chacune de ces

condition essentielle d'un accroissement des revenus réels n'a pas été satisfaite. L'évolution favorable des termes de l'échange pour le Canada - c'est-à-dire le rapport entre les prix que reçoit le Canada pour ses exportations et ceux qu'il paye pour ses importations - peut permettre parfois au revenu réel de croître plus vite que la productivité. Malheureusement, ce facteur joue en sens contraire depuis 1976. Les termes de l'échange se sont détériorés considérablement au cours des dernières années, de sorte que le pouvoir d'achat des produits canadiens sur les marchés mondiaux a diminué. Les

ajustements à la hausse des prix de l'énergie entraînent à court terme des conséquences défavorables similaires pour le pouvoir d'achat des utilisateurs d'énergie, même s'ils ont, en dernier ressort, des effets bénéfiques sur le plan de la consommation, des économies d'énergie et de l'amélioration du potentiel de production de l'économie dans les années à venir. En général, lorsqu'on essaie d'accroître les revenus nominaux dans le but de compenser l'influence de phénomènes de cet ordre, on s'engage dans une voie sans issue, et on contribue à relancer le processus inflationniste.

Indicateurs du marché du travail



remarquer dans les derniers Rapports annuels, les taux d'utilisation des capacités dans un grand nombre d'industries, en particulier les industries à vocation exportatrice et celles qui doivent concurrencer les importations, ont aussi atteint des niveaux vraiment élevés en 1978 et en 1979, pour ensuite diminuer temporairement au début de 1980. Il ne fait pas de doute que certaines industries ont connu une situation difficile au cours de cette période et que de nombreux indicateurs révélaient que le potentiel inemployé au sein de l'économie demeurait élevé comparativement aux périodes antérieures. Toutefois, un certain nombre de facteurs sont venus compliquer l'interprétation de ces indicateurs. Depuis le milieu

La demande forte et soutenue de main-d'œuvre enregistrée tout au long de la période qui s'est terminée au milieu de 1981, conjuguée au fait que les pressions sur les prix décrites ci-dessus exerçaient à leur tour des pressions à la baisse sur le revenu réel – c'est-à-dire en termes de pouvoir d'achat – a entraîné une accélération des hausses des salaires nominaux. Toutefois, il n'y a pas eu de gain réel, car les prix ont eu tendance à monter encore plus vite. Le fait que le revenu réel n'ait pas augmenté au même rythme qu'avant 1975 témoigne d'une réalité économique fondamentale. En effet, le taux d'amélioration sur longue période est surtout déterminé par la croissance de la production par travailleur ou de la productivité. Pour des raisons qui vont bien au-delà des cycles des dernières années, le niveau de la productivité dans l'économie canadienne n'a presque pas varié depuis 1976. Cela signifie que la

La demande forte et soutenue de main-d'œuvre enregistrée tout au long de la période qui s'est terminée au milieu de 1981, conjuguée au fait que les pressions sur les prix décrites ci-dessus exerçaient à leur tour des pressions à la baisse sur le revenu réel – c'est-à-dire en termes de pouvoir d'achat – a entraîné une accélération des hausses des salaires nominaux. Toutefois, il n'y a pas eu de gain réel, car les prix ont eu tendance à monter encore plus vite. Le fait que le revenu réel n'ait pas augmenté au même rythme qu'avant 1975 témoigne d'une réalité économique fondamentale. En effet, le taux d'amélioration sur longue période est surtout déterminé par la croissance de la production par travailleur ou de la productivité. Pour des raisons qui vont bien au-delà des cycles des dernières années, le niveau de la productivité dans l'économie canadienne n'a presque pas varié depuis 1976. Cela signifie que la

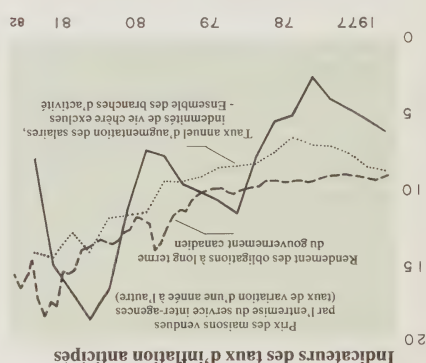
qui indique que les anticipations inflationnistes ont été plus fortes au Canada qu'aux États-Unis.

En principe, la faiblesse de la demande globale peut à la longue compenser l'influence des chocs de prix relatifs et empêcher une aggravation prolongée de l'inflation. Toutefois, il s'est avéré à la fin des années soixante-dix que les facteurs qui contribuaient à ralentir le rythme de la déflation ne suffisaient pas, à eux seuls, à neutraliser la poussée qu'exerçaient sur le taux d'inflation les multiples pressions sur les prix mentionnées précédemment. De fait, la baisse du dollar canadien et la vigueur des dépenses d'investissement ont stimulé fortement la demande globale entre 1978 et le milieu de 1981, et l'orientation générale des politiques de gestion de la demande n'a pas été assez restrictive pour contrebalancer l'influence que ces autres facteurs exerçaient sur les prix, directement et par l'intermédiaire de la demande. La politique monétaire s'est avérée plus graduelle qu'on ne l'aurait voulu. Alors que le rythme d'accroissement des dépenses du gouvernement fédéral s'est ralenti après 1974, par rapport à celui de la dépense nationale brute, un certain nombre de réductions d'impôt discrétionnaires ont été effectuées entre 1974 et 1980. Ces réductions ont contribué à creuser le déficit du gouvernement fédéral au cours de la période et à augmenter la dépense globale.

Pendant la majeure partie de la période de trois ans comprise entre le milieu de 1978 et le milieu de 1981, les taux d'utilisation des capacités de production au Canada ont subi des pressions à la hausse plutôt qu'à la baisse. Le taux de chômage, par exemple, qui était de 8½ % au début de la période, a baissé pour s'établir à 7 % au printemps de 1981. Parallèlement, la proportion des gens en âge de travailler qui ont un emploi a augmenté presque sans interruption pour atteindre des niveaux records, tandis que l'indice des offres d'emplois et les autres indicateurs de la conjoncture du marché du travail ont continué de montrer des signes de tension accrue. Comme on l'a fait

américains a eu ainsi tendance à s'élargir, ce positif entre les taux canadiens et les taux obliques ont été également soumis à de nouvelles pressions à la hausse. L'écart entre les taux d'intérêt, les taux de rendement du Rapport qui traite de l'évolution des obligations, constitue un exemple de plus. Comme il a déjà été mentionné dans la partie des dernières, une réévaluation considérable des avoirs de traduite dans un grand nombre de cas par des prises de contrôle de sociétés, qui s'est dans une conjoncture de hausse des taux

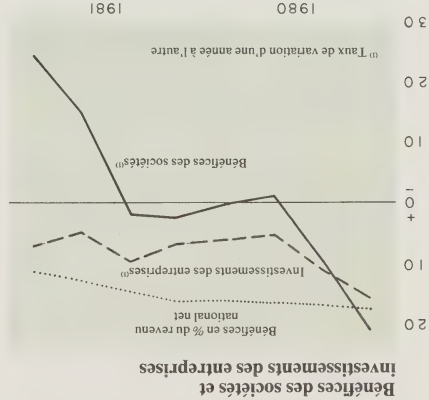
hypothécaires. À cet égard, la multiplication des anticipations de hausse des taux dans une conjoncture de hausse des taux frappeante des fortes anticipations inflationnistes du moment, puisqu'elle est survenue en 1981, est une manifestation particulièrement frappante des fortes anticipations inflationnistes du moment, puisqu'elle est survenue en 1981 et au début de centres urbains, en 1980 et au début de



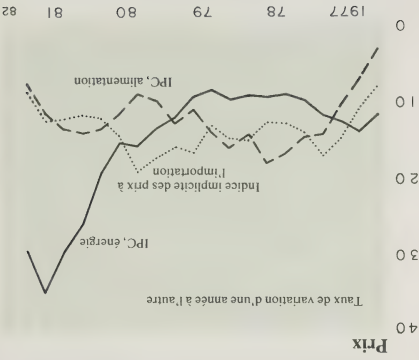
qui s'est terminée au premier trimestre de 1980, contre 23 % pour les prix à l'exportation. À mesure que ces facteurs inflationnistes s'estompent à leur tour sous l'influence du durcissement de la politique monétaire des États-Unis, ils ont été remplacés, en 1980 et en 1981, par les effets des hausses des prix intérieurs de l'énergie, dont il a été question précédemment. Les effets cumulatifs de ces pressions sur les prix ont créé au Canada l'impression de plus en plus nette que l'inflation s'aggraverait plutôt que de s'atténuer. Il en

Le renforcement des pressions inflationnistes au cours des dernières années

Après avoir baissé de façon substantielle par rapport aux très fortes hausses prises, secteur énergétique exclu, s'est le rythme des investissements des entreprises (il était de 8,3 % en janvier 1982), et l'éti, a ainsi dépassé les 8 % ces derniers chômage, qui était de près de 7 % durant dans le secteur des entreprises. Le taux de main-d'œuvre et de biens d'équipement contribué à leur tour à réduire la demande mestre de 1981. Ces phénomènes ont but de 1980 à environ 12 % au second se- tional net est tombé de plus de 17 % au de- leur pourcentage par rapport au revenu na- prises. Ces bénéfices ont chuté en 1981, et



prévoyaient des taux d'augmentation de plus de 2 points de pourcentage, ce qui a porté le taux annuel d'accroissement des salaires à 13 1/2 % pour l'année 1981 et à plus de 14 % pour le second semestre. Des augmentations de salaires de cette ampleur ont été accordées à la fois dans le secteur public et dans le secteur privé. Le fait que les prix et la production aient eu tendance à réagir plus rapidement que les salaires au fléchissement de la demande tout au cours de l'année a eu une incidence marquée sur les bénéfices des entre-



enregistrées en 1974 et 1975, le taux de croissance des prix a commencé dès 1977 à augmenter manifestement dans quelques secteurs importants de l'économie. Les hausses de prix ont d'abord été minimes et localisées, mais l'inflation a commencé à s'aggraver sous l'influence d'un resserment graduel des marchés de biens et de services et du marché du travail. En 1978, les pressions à la hausse sur les prix étaient déjà beaucoup plus fortes. La hausse des prix intérieurs des produits alimentaires s'est accélérée pour dépasser 15 % au cours de l'année, tandis que le prix du bœuf a fait un bond de 45 %. Même si ce renchérissement des produits alimentaires par rapport aux bas prix enregistrés en 1976 était dans une certaine mesure d'ordre cyclique, la baisse du taux de change du dollar canadien y a également contribué. En 1979, les augmentations des prix des produits alimentaires se sont ralenties au Canada, mais les effets de la dépréciation de notre monnaie sur les prix intérieurs d'autres biens et services se sont généralisés. A ces facteurs de hausse des prix s'est alors ajoutée l'incidence du renforcement de la demande et des pressions des prix aux Etats-Unis, ce qui a contribué à accroître encore davantage les prix des importations et des exportations. La hausse des prix à l'importation s'est accélérée pour atteindre un sommet de 17 % au cours de la période de douze mois

d'abord commencé à s'affaiblir dans un nombre limité de secteurs, en particulier dans l'industrie du bois et de l'automobile, mais à la fin de l'année, le ralentissement observé s'était étendu à toute une gamme de produits manufacturés.

Comme il a été mentionné précédemment, la hausse des prix à la consommation s'est quelque peu ralentie ces derniers mois. Toutefois, cette amélioration a été beaucoup moindre que celle des prix des produits industriels, et ce, malgré la décelération marquée des prix au détail des produits alimentaires, qui reflétait principalement l'évolution fondamentale du marché des matières premières.

L'escalade des prix intérieurs de l'énergie en 1981 a grandement contribué à la hausse des prix à la consommation. À partir de la fin de 1980, les prix à la tête du puits du pétrole et du gaz naturel ont commencé à se rapprocher plus rapidement des prix mondiaux sous l'influence du Programme énergétique national du gouvernement fédéral. À ces hausses de prix sont ensuite venues s'ajouter, outre certaines taxes provinciales, des surtaxes fédérales visant à réduire les subventions nettes dont bénéficiaient les consommateurs de pétrole et à financer en partie l'opération de canalisation de l'industrie du pétrole et du gaz naturel. L'entente relative aux prix du pétrole et du gaz naturel que les gouvernements fédéral et albertain ont rendue publique au début de septembre laisse entrevoir que les prix des produits énergétiques qui entrent dans le calcul de l'indice des prix à la consommation continueront d'augmenter assez rapidement, mais beaucoup moins qu'en 1981, où la hausse a été d'environ 30 %. Le renchérissement prévu serait encore moindre si la faiblesse actuelle de la demande mondiale de produits pétroliers se maintenait.

Les prix de détail, exception faite de ceux des produits alimentaires et énergétique en 1981. Cela n'est pas surprenant, puisque ces prix ont tendance à réagir de façon moins systématique et moins rapide aux fluctuations de la conjoncture économique que ceux des produits qui sont à un stade de transformation moins avancé. Bien que la hausse des prix de la plupart des biens durables et semi-durables se soit modérée quelque peu au second semestre de 1981 par suite du ralentissement du rythme des affaires, les pressions à la baisse ont été en général plus que compensées par celles provenant de l'augmentation rapide et continue des prix dans les secteurs où les coûts de production sont fortement influencés par les salaires. Par exemple, le prix des services logement exclu, a enregistré au dernier trimestre de l'année une hausse annuelle de 14 %, reflétant peut-être une réaction différée aux pressions antérieures à la hausse que A ces pressions intérieures à la hausse qui se sont exercées sur les prix, est venu s'ajouter l'effet d'une certaine dépréciation du dollar canadien par rapport au dollar E.-U. Ce facteur, conjugué à la hausse des prix aux États-Unis, a contribué aux fortes augmentations des prix en dollars canadiens des importations de biens et de services.

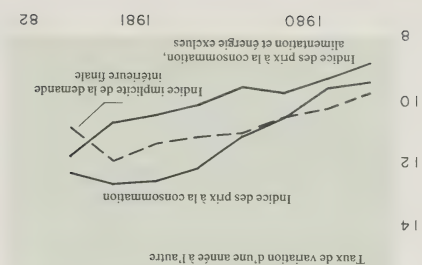
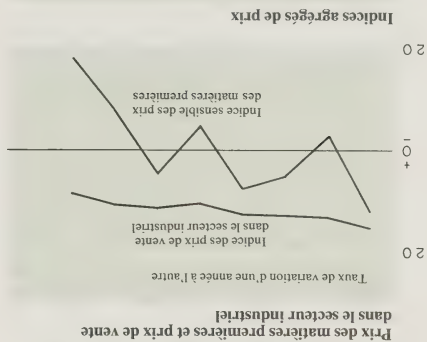
Comme les coûts en main-d'œuvre représentaient environ deux tiers des coûts de production de l'ensemble du secteur des entreprises, la forte augmentation des coûts en main-d'œuvre a vraiment limité le ralentissement de l'inflation durant la dernière partie de 1981. Même si les données de la productivité par travailleur font état d'une certaine amélioration conjoncturelle au premier semestre de l'année, rien n'indique que la tendance de la croissance de la productivité se soit améliorée de façon permanente. Or, lorsqu'une telle amélioration ne se produit pas, les coûts en main-d'œuvre s'accroissent au même rythme que les salaires. Le relèvement de 12 % des salaires 1981 a été beaucoup plus élevé que celui qui avait été enregistré en 1980. De plus, les accords salariaux, qui sont un important indicateur précurseur de l'augmentation des coûts en main-d'œuvre, octroyaient de fortes hausses de salaires pour l'année 1981. Les accords salariaux sans clause d'indemnité de vie chère négociés récemment

fluctuations de la conjoncture économique que ceux des produits qui sont à un stade de transformation moins avancé. Bien que la hausse des prix de la plupart des biens durables et semi-durables se soit modérée quelque peu au second semestre de 1981 par suite du ralentissement du rythme des affaires, les pressions à la baisse ont été en général plus que compensées par celles provenant de l'augmentation rapide et continue des prix dans les secteurs où les coûts de production sont fortement influencés par les salaires. Par exemple, le prix des services logement exclu, a enregistré au dernier trimestre de l'année une hausse annuelle de 14 %, reflétant peut-être une réaction différée aux pressions antérieures à la hausse que A ces pressions intérieures à la hausse qui se sont exercées sur les prix, est venu s'ajouter l'effet d'une certaine dépréciation du dollar canadien par rapport au dollar E.-U. Ce facteur, conjugué à la hausse des prix aux États-Unis, a contribué aux fortes augmentations des prix en dollars canadiens des importations de biens et de services.

Comme les coûts en main-d'œuvre représentaient environ deux tiers des coûts de production de l'ensemble du secteur des entreprises, la forte augmentation des coûts en main-d'œuvre a vraiment limité le ralentissement de l'inflation durant la dernière partie de 1981. Même si les données de la productivité par travailleur font état d'une certaine amélioration conjoncturelle au premier semestre de l'année, rien n'indique que la tendance de la croissance de la productivité se soit améliorée de façon permanente. Or, lorsqu'une telle amélioration ne se produit pas, les coûts en main-d'œuvre s'accroissent au même rythme que les salaires. Le relèvement de 12 % des salaires 1981 a été beaucoup plus élevé que celui qui avait été enregistré en 1980. De plus, les accords salariaux, qui sont un important indicateur précurseur de l'augmentation des coûts en main-d'œuvre, octroyaient de fortes hausses de salaires pour l'année 1981. Les accords salariaux sans clause d'indemnité de vie chère négociés récemment

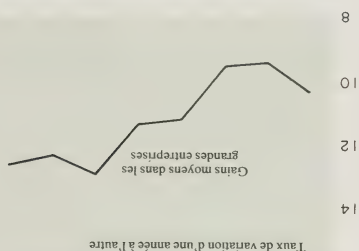
le taux de chômage au Canada est tombé de 7,9 % en mai 1980 à un creux de 7 % en avril 1981. La reprise de l'activité économique s'est également traduite par un accroissement du taux d'utilisation des capacités de production, qui est remonté dans un certain nombre de secteurs aux sommets atteints en 1979. Au printemps de 1981, l'activité économique avait commencé à montrer certains signes de ralentissement au Canada comme aux États-Unis. Toutefois, ce n'est qu'au troisième trimestre que la dépense nationale brute en termes réels a effectivement baissé au Canada, et c'est seulement en septembre qu'on a pu observer les signes manifestes d'une atténuation de la demande de main-d'œuvre. Par la suite, il s'est produit un ralentissement de la croissance de la dépense nominale. Ce phénomène s'est traduit surtout par un recul de la production et de l'emploi, et le taux d'inflation a légèrement fléchi sous l'influence de cette modification de la con-

Indicateurs de l'évolution des prix et des coûts

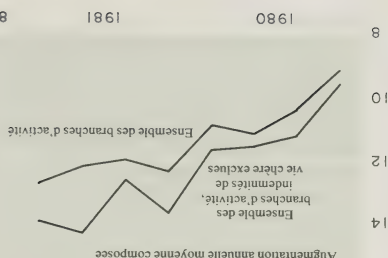


joncture économique. Les cours des matières premières se sont orientés à la baisse dès novembre 1980, au moment de l'escalade des taux d'intérêt nord-américains. Au second semestre de 1981, ils sont restés constamment en deçà des sommets atteints l'année précédente. Si cette évolution des prix des matières premières est due dans une large mesure aux bonnes récoltes de blé et d'autres céréales, le fléchissement des prix de la viande et d'un large éventail de matières industrielles a été plutôt la conséquence d'une atténuation de la demande. Les prix du bois ont été particulièrement faibles, car les mises en chantier de logements aux États-Unis ont diminué pour la deuxième année consécutive. Cette évolution du marché a également provoqué, à partir du milieu de 1981, un ralentissement de la hausse des prix de vente dans l'industrie canadienne. Comme dans le cas des matières premières, la tendance des prix des produits industriels a

Mesures des salaires



Évolution des salaires sur la durée totale des contrats



1980 à la fin de 1981 et à un taux légèrement inférieur pendant les derniers mois écoulés. Affichant un profil semblable à celui qui a été observé aux États-Unis, l'économie canadienne a fait preuve d'une grande vigueur au second semestre de 1980, avec une croissance de près de 5 % en termes réels pour la période allant du milieu de 1980 au milieu de 1981. Cette reprise est imputable à un gonflement de la dépense, qui s'est produit dans l'ensemble des secteurs de l'économie; en effet, la dépense nationale brute en dollars courants a augmenté à un taux annuel d'environ 15 %. Parallèlement,

Mesures de la production et de l'emploi



Cette partie du Rapport examine d'abord l'évolution des coûts et des prix en 1981, puis les facteurs qui ont contribué à accroître les pressions inflationnistes au Canada au cours des dernières années.

L'évolution des coûts et des prix en 1981

Bien que l'année 1981 ait été mauvaise pour le Canada au chapitre de l'inflation en général, l'évolution des coûts a montré au fil des mois des signes d'amélioration dans certains secteurs. L'atténuation des pressions des prix, qui s'est effectivement produite, a été étroitement liée au ralentissement général de l'activité économique en Amérique du Nord et dans la plupart des autres pays industrialisés. La concurrence se faisant plus vive, il est devenu plus difficile de majorer les prix ou même, dans certains cas, de les maintenir. Alors que les coûts intérieurs, en particulier les salaires et les prix de l'énergie, ont continué d'exercer des pressions à la hausse tout au cours de l'année, le rythme d'augmentation des prix intérieurs a été dans l'ensemble un peu moins rapide à la fin de l'année qu'il ne l'avait été auparavant. Les prix à la consommation, dont la hausse avait été de près de 13 % du milieu de 1980 au milieu de 1981, ont augmenté d'environ 12 % de la fin de

entre ces taux et leurs pendantants américains s'est élargi. L'élargissement de cet écart semble imputable au fait que les anticipations inflationnistes ont été plus fortes au Canada qu'aux États-Unis.

Au moment de la rédaction du pré-sent Rapport, les taux à court terme étaient de l'ordre de 15 % au Canada, donc de 2 à 3 points moins élevés qu'ils n'avaient été un an plus tôt. Ils ne dépassent pas de beaucoup ces taux et leurs pendantants américains.

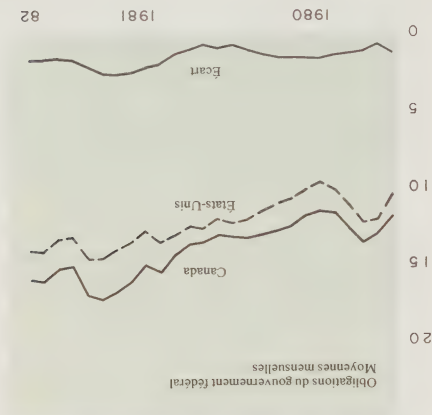
comme le taux actuel d'inflation au Canada, soit 11 à 12 %. L'écart considérable qui avait été enregistré l'été dernier entre les taux à court terme canadiens et américains et qui avait atteint un maximum d'environ 5 points vers la fin de novembre a maintenant disparu, en partie à cause d'un recul des taux canadiens et surtout à cause d'un relèvement des taux américains.

une année plus tôt, et l'écart positif existant vés à la fin de l'année qu'ils ne l'avaient été taux à long terme canadiens ont été plus éle-

tion n'a toutefois pas été identique. Les considérablement par la suite. Leur évolu-

de la première partie de l'année pour baisser

grimpé presque continuellement tout au long



Taux d'intérêt à long terme
pratiques au Canada et aux États-Unis

canadiens ont évolué de manière analogue aux taux à court terme, en ce sens qu'ils ont

En 1981, les taux à long terme d'intérêt à court terme.

façon à permettre une baisse des taux réserves-encaisse du système bancaire de opérations sur le marché et gère les d'une baisse de M1, la Banque a effectué ses

Compte tenu de ces éléments et

cée dans ce pays que dans le nôtre.

baisse du taux d'inflation a été plus pronon-

qui est dû principalement au fait que la

davantage aux États-Unis qu'au Canada, ce

la croissance de la dépense s'est ralentie

dépense et de la masse monétaire. Jusqu'ici,

taux s'expliquait par la décélération de la

Unis ont eux-mêmes fléchi. Le repli de ces

les taux d'intérêt à court terme aux États-

titudes que suscitait cette question. Enfin

des produits énergétiques a dissipé les incer-

ment à la fixation des prix et à la taxation

gouvernement fédéral et l'Alberta relative-

et l'accord conclu en septembre entre le

des prises de contrôle a rapidement reflué,

térisé les mois de juillet et d'août. La vague sions intenses à la baisse qui avaient carac-

dollar canadien n'a pas été soumis aux pres-

baisse des taux d'intérêt à court terme. Le

d'autres égards, relativement propice à une

l'année 1981, la conjoncture était, à bien

Au cours de la dernière partie de

l'étranger.

la demande de produits canadiens à

intérieure mais aussi un affaiblissement de

ment une légère contraction de la dépense

Canada. Ce phénomène reflétait non seule-

qué du rythme de la dépense globale au

surtout imputable à un ralentissement mar-

s'est manifesté à partir du mois d'août est

Le relâchement des taux d'intérêt qui

L'évolution ultérieure

de contrôle et des fusions d'entreprises.

crédit est attribuable à la vague des prises

Une part importante de la progression du

naïvement rapide au printemps et à l'été.

panسیون du crédit au Canada a été extrordi-

élevé des taux d'intérêt, le rythme d'ex-

En dépit du niveau de plus en plus

Canada.

entraîneraient des sorties de capitaux du

més à financer les prises de contrôle qui

de juillet dernier, de réduire les prêts desti-

Finances a demandé aux banques, à la fin

baisse sur le taux de change, le ministre des

Afin d'atténuer les pressions à la

aux résidents

Prêts bancaires aux entreprises, papier commercial,

acceptations bancaires et prêts bancaires en devises étrangères

aux résidents

0

20

40

60

1980

1981

82

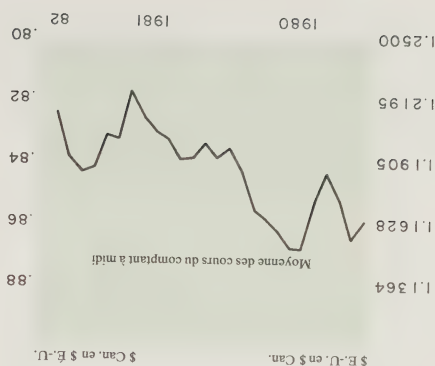
Croissance du crédit à court terme⁽¹⁾
(Croissance trimestrielle exprimée en taux annuels)

s'est accrue, au cours des neuf mois compris entre octobre 1980 et juin 1981, à un taux annuel moyen d'environ 15 % selon les estimations actuelles.

Dans ce contexte, l'inflation et les anticipations inflationnistes se sont intensifiées. La demande de crédit a été très forte. Elle a été alimentée par l'expansion de l'activité économique, par la hausse des prix ainsi que par des achats massifs d'avoirs réels existants effectués en prévision de taux élevés d'inflation. Ce dernier facteur s'est particulièrement manifesté sur le marché de l'habitation. Cette conjoncture a exercé des pressions à la hausse soutenues sur les taux d'intérêt à court terme. Comme les circonstances justifiaient des hausses des taux d'intérêt, la Banque a orienté ses opérations de façon à atténuer les fluctuations dont s'accompagnait l'ascension des taux d'intérêt, plutôt qu'à contre-carer cette tendance. On trouvera aux Tableaux I, II et III de l'Annexe les données relatives aux opérations de la Banque.

Les pressions à la hausse dont ont été l'objet les taux d'intérêt à court terme ont été renforcées par la faiblesse relative du taux de change. Le fait que le cours du dollar canadien n'a presque pas augmenté lorsque les taux d'intérêt ont momentanément diminué aux États-Unis au début du printemps dernier est symptomatique de la situation précaire dans laquelle se trouvait l'ensemble de nos comptes extérieurs.

Taux de change



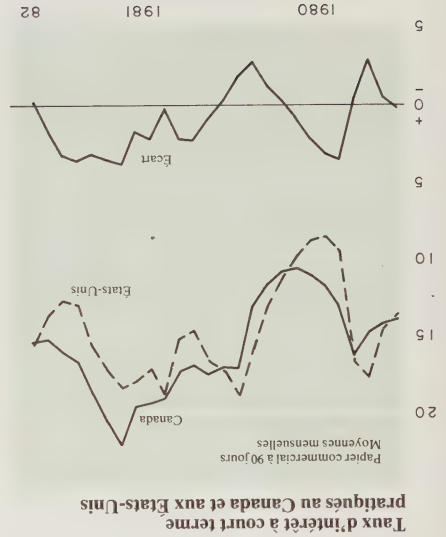
Un facteur qui a contribué au comportement généralement hésitant du dollar canadien par rapport au dollar E.-U. a été l'aggravation du climat d'incertitude imputable à l'annonce, en octobre 1980, du Programme énergétique national et la controverse qui a suivi entre le gouvernement fédéral et les provinces. Vers le milieu de 1981, les pressions dont le dollar canadien était l'objet ont été considérablement renforcées par la vague des prises de contrôle par les Canadiens d'entreprises établies au Canada et contrôlées jusque-là par des étrangers. Ces entreprises étaient en grande majorité des sociétés pétrolières, mais elles ne l'étaient pas toutes. On trouvera un exposé plus détaillé de ces questions à la partie du Rapport qui traite des aspects internationaux. Les pressions à la baisse sur le dollar canadien sont devenues très fortes à la fin de juillet et au début d'août, et la valeur du dollar canadien par rapport au dollar E.-U. a reculé de 3 % en l'espace de trois semaines. Ce fléchissement rapide s'est produit en dépit, d'une part, de l'escalade des taux d'intérêt à court terme canadiens qui avaient dépassé d'une marge appréciable les taux américains, et, d'autre part, du soutien considérable que les autorités ont apporté au dollar canadien par leurs interventions directes sur le marché des changes.

Cette montée des taux d'intérêt a été avant tout une réaction du marché intérieur à la baisse du dollar canadien, et n'eût été cette réaction, la chute du taux de change aurait été beaucoup plus forte. Le mouvement à la baisse du taux de change risquait alors de s'auto-alimenter et de prendre des proportions excessives sous l'influence de la spéculation et des incertitudes qui agitaient le marché. Une chute importante du taux de change n'aurait pas tardé à entraîner une hausse presque équivalente des prix canadiens des produits faisant l'objet d'échanges internationaux et aurait aggravé davantage l'inflation et les anticipations inflationnistes. La Banque n'avait donc pas d'autre choix que d'accepter un relèvement sensible des taux d'intérêt.

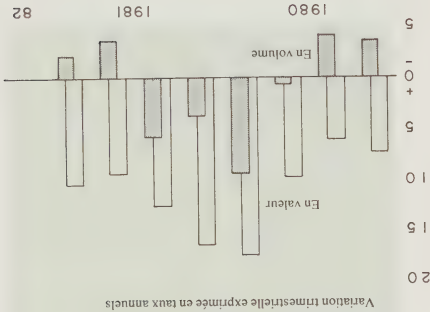
Comme au cours de l'année précédente, la conjoncture financière canadienne a été perturbée en 1981 par un courant d'influences tumultueuses provenant tant de l'intérieur que de l'extérieur. Une des conséquences de cette situation a été l'ampleur des variations des taux d'intérêt, qui ont grimpé à des niveaux exceptionnellement élevés à la fin de l'été pour s'inscrire ensuite à la baisse. Cette partie du Rapport passe en revue les influences en question.

L'évolution de la conjoncture du début de l'année à la fin de l'été

Le profil de l'évolution économique au cours des premiers mois de 1981 a été dans une large mesure une continuation des tendances qui s'étaient déjà manifestées



Dépense nationale brute



durant les derniers mois de 1980. Le trait dominant de cette période a été la vigueur de l'activité économique en Amérique du Nord. Aux États-Unis, la dépense a enregistré une très forte progression à l'automne de 1980, après avoir marqué un net mais bref recul au cours de l'été. Dans ces circonstances, les taux d'intérêt à court terme ont grimpé aux États-Unis durant les derniers mois de 1980 et, abstraction faite d'un bref fléchissement au début du printemps, ils sont demeurés jusqu'à la fin de l'été 1981 aux niveaux atteints au dernier trimestre de 1980.

La poussée de la demande ne s'est pas limitée aux États-Unis, et, durant les

derniers mois de 1980, la dépense globale s'est vigoureusement ressaisie au Canada, sous l'impulsion de facteurs intérieurs et extérieurs. Les indicateurs économiques ont révélé une vigueur croissante dans une foule de domaines. M1 a fortement augmenté. La dépense nationale brute en termes nominaux

d'une façon ou d'une autre, revenir à des pratiques moins inflationnistes que celles qu'ils ont adoptées au cours des dernières années. Toute résistance à la transition ne peut qu'engendrer des tensions additionnelles.

Une situation assez similaire à la nôtre se retrouve aux États-Unis, notre principal partenaire commercial. Jusqu'ici, les réactions nécessaires pour réduire l'inflation y sont toutefois beaucoup plus manifestes qu'au Canada, et le taux d'inflation de ce pays est maintenant sensiblement inférieur au nôtre. Si la résistance à une modération des hausses des coûts et des prix continue à être plus forte au Canada qu'aux États-Unis, les problèmes économiques du Canada s'en trouveront aggravés. Les taux d'intérêt et le taux de chômage seront alors plus élevés au Canada qu'aux États-Unis.

J'ai mentionné précédemment qu'une monnaie qui inspire confiance est essentielle au bon fonctionnement d'une société libre. Si j'y reviens, c'est pour souligner que la stabilité des prix n'est pas une fin en soi, mais un moyen. D'aucuns disent que la lutte contre l'inflation comporte un coût trop élevé. Il y a certes un coût associé à cette lutte, mais l'avantage est que le contrôle de l'inflation ouvrira la voie à la prospérité à laquelle le Canada peut accéder avec les ressources naturelles et humaines qu'il possède. Les Canadiens devraient plutôt s'inquiéter du coût d'un abandon de la lutte contre l'inflation. Pour se faire une idée de ce coût, il n'est pas nécessaire d'aller jusqu'à envisager le chaos économique et politique dans lequel ont sombré les pays où l'inflation a échappé à tout contrôle. Il suffit de se représenter ce qui arrive lorsque l'on essaie de composer avec l'inflation. Dans ces cas, les poussées périodiques d'inflation douloureusement interrompues par de brèves périodes de restriction financière se traduisent par une sorte de « stagflation par à-coups. » Cela, personne ne le veut. C'est pourtant ce que l'avenir nous réserve si nous ne nous appliquons pas sérieusement à satisfaire les exigences d'une prospérité sans inflation.

Si la Banque du Canada veut agir de façon responsable dans ces circonstances, elle n'a d'autre choix que de continuer à contenir le rythme d'expansion monétaire au pays, et il ne lui est pas permis de faire marche arrière.

Je crois qu'il est tout aussi important que les politiques mises en œuvre par les pouvoirs publics soient, elles aussi, anti-inflationnistes. C'est seulement à cette condition qu'il sera possible de créer et de maintenir un climat de prospérité au Canada. À cet égard, je remarque l'accent que le ministre des Finances a mis sur ce thème dans le discours du budget de novembre dernier. Je me réjouis particulièrement du fait qu'il a souligné la nécessité de soutenir la politique anti-inflationniste de la Banque, d'une part, par le maintien de l'accroissement des dépenses publiques dans les limites du taux de croissance de l'économie et, d'autre part, par la réduction du déficit budgétaire et des besoins financiers du gouvernement. Je pense que nous ne pourrions pas résoudre d'une façon satisfaisante nos problèmes d'inflation et de taux d'intérêt élevés si nous n'avons pas ce soutien.

Je souhaite ardemment que tous les autres agents économiques – qu'il s'agisse des administrations publiques ou des entreprises privées, des employeurs ou des consommateurs – reconnaissent dans leur propre intérêt la nécessité de réduire l'inflation. La plupart des marchés de biens et services sont maintenant trop faibles pour absorber des hausses rapides des prix et des coûts. Ce qu'il faut donc, c'est que les entreprises et les travailleurs réagissent à cette situation en modérant la croissance des prix et des revenus de façon à sauvegarder l'emploi et la production. Ce qu'il faut dans les secteurs de l'économie qui ne sont pas soumis aux pressions du marché, ce sont des restrictions aux accroissements des revenus qui soient suffisantes pour empêcher un décalage entre les réactions de ces secteurs et celles des secteurs soumis aux lois du marché. Tôt ou tard, les Canadiens devront,

internes, comme c'est le cas du Canada actuellement, n'opposaient pas une forte résistance aux mouvements à la baisse du taux de change, la confiance du marché dans la monnaie s'effriterait considérablement, ce qui provoquerait une forte baisse du taux de change. En s'appuyant sur les précédents connus, on peut penser que le marché poussera tellement le taux de change à la baisse que les autorités se sentiront obligées de prendre des mesures énergiques pour redresser la situation, et ces mesures comporteront à coup sûr un fort relèvement des taux d'intérêt. De toute façon, une dépréciation entraînerait une augmentation substantielle du taux d'inflation au Canada et exercerait de fortes pressions à la hausse sur les taux d'intérêt. On se retrouverait finalement avec des taux d'intérêt presque certainement plus élevés que ceux qu'on aurait eus autrement.

En définitive, ce qu'il faut retenir au sujet de la relation entre les taux d'intérêt canadiens et américains, c'est que ceux-ci ne peuvent évoluer et n'évoluent en fait dans des directions différentes que dans la mesure où le contexte économique le justifie. Si, par exemple, le taux d'inflation continuait d'être beaucoup plus élevé au

Canada qu'aux États-Unis, nous serions dans l'impossibilité, sans peut-être pour de courtes périodes, d'avoir des taux d'intérêt qui ne seraient pas plus élevés que les taux américains. Si, par contre, le taux d'inflation était beaucoup moins élevé au Canada qu'aux États-Unis, nos taux d'intérêt seraient inférieurs aux leurs. Les différences entre les taux d'inflation consistent en fait la cause première des différences entre les taux d'intérêt pratiques de par le monde.

Comment la Banque du Canada peut-elle donc influencer l'évolution sur longue période des taux d'intérêt canadiens? C'est principalement en utilisant sa capacité d'influencer le taux d'inflation, ce qu'elle fait en contrôlant le rythme de l'expansion monétaire.

C'est seulement en contenant l'expansion monétaire que la Banque du Canada

peut faire baisser de façon durable les taux d'intérêt canadiens. Et c'est précisément ce qu'elle fait. Mais pour parvenir à ses fins, la Banque doit veiller à ne pas user de sa capacité d'influencer au jour le jour l'évolution des taux d'intérêt à court terme d'une manière qui serait incompatible avec l'objectif de restriction monétaire. À l'heure actuelle, cet objectif exige que les taux à court terme soient élevés en termes nominaux. Toutefois, ils ne sont pas particulièrement élevés par rapport au taux d'inflation. La seule route sûre qui mène à une baisse des taux d'intérêt est celle qui passe par une diminution du taux d'inflation.

C'est pour cette raison que la Banque croit qu'il est inexact de dire qu'elle applique une politique de taux d'intérêt élevés. La politique de la Banque vise à réduire et le taux d'inflation et les taux d'intérêt. Ce que la Banque recherche, ce sont des taux d'intérêt plus bas. Si elle recherchait des taux d'intérêt élevés, elle adopterait une politique fort différente. Elle accepterait le rythme actuel d'inflation au lieu d'essayer de le contenir, ce qui garantirait la persistance des taux d'intérêt élevés.

* * *

Il me semble que les Canadiens en général ne sont pas encore convaincus que les pouvoirs publics sont suffisamment déterminés à faire reculer de façon sensible le taux d'inflation au pays. Seules des preuves de fermeté et de ténacité pourront les convaincre. S'ils perçoivent au contraire un manque de détermination chez les autorités, ils chercheront sans tarder à se protéger par tous les moyens à leur disposition contre une accélération de l'inflation. La confiance des gens dans la valeur future de la monnaie a été fortement ébranlée, et lorsque l'on s'interroge sur la détermination des banques centrales et des gouvernements à protéger la valeur de leurs monnaies, on ne leur accorde même plus le bénéfice du doute. Le moindre signe de faiblesse de la part des autorités peut déclencher une nouvelle flambée inflationniste.

qui qualifient ainsi notre politique semblent, à mon avis, n'avoir qu'une idée très vague de ce que le terme signifie. Je comprends bien qu'ils aient du mal à en saisir la définition, car le mot a été utilisé dans un si grand nombre de sens qu'on ne sait plus ce qu'il veut dire. Je remarque toutefois que les économistes qui se qualifient de monétaristes ont tendance à reprocher à la Banque du Canada de ne pas être monétariste, ne peut-être de ne pas l'être suffisamment. Ceux qui s'intéressent à la question de savoir dans quelle mesure la Banque du Canada est ou n'est pas « monétariste » liront avec intérêt la partie intitulée « L'utilisation des agrégats monétaires » (page 33). Cette section tente d'expliquer l'usage que nous faisons des agrégats monétaires dans la mise en oeuvre de la politique monétaire. Pour résumer l'approche que nous avons adoptée, je dirais que nous croyons pouvoir concilier la nécessité absolue de contrôler sur longue période le taux d'expansion monétaire avec une certaine liberté d'action indispensable pour réagir aux influences de courte durée, d'origine intérieure ou extérieure, qui viennent perturber le fonctionnement de l'économie. En 1980 et en 1981, cette liberté de manoeuvre, quoique limitée, a permis à la Banque d'atténuer les effets qu'ont eus sur l'économie canadienne les variations brusques des taux d'intérêt aux États-Unis ainsi que celles des entrées et sorties de capitaux. Je crois que cette approche pragmatique nous a aidés dans la poursuite de notre objectif à plus long terme, qui est de réduire l'inflation en provoquant le moins de perturbations possible dans l'économie canadienne. En 1980, la Banque du Canada a dû faire face à la nécessité de réagir aux fluctuations très brusques des taux d'intérêt à court terme américains et aux fluctuations du cours du dollar canadien qui en ont résulté. Elle a pris des mesures qui ont eu pour effet de répartir l'incidence de ces variations entre les taux d'intérêt à court terme et le taux de change. En juillet 1981, la Banque a réagi de façon similaire au choc subi par le taux de change, mais cette fois le problème avait découlé d'une vague de prises de contrôle par les Canadiens de sociétés étrangères établies au Canada. L'ampleur de ce phénomène et la façon dont il a influencé le marché des changes sont examinées dans la section des « Aspects internationaux » (page 25). En résumé, ce phénomène a produit un déséquilibre important sur le marché des changes, mais il n'a pas entraîné un recul très marqué du cours du dollar, car les taux d'intérêt canadiens ont augmenté pour se situer à des niveaux bien supérieurs à ceux des taux américains. Le haut niveau des taux d'intérêt canadiens a stimulé des entrées de capitaux suffisantes pour rétablir un équilibre viable sur le marché des changes. La politique monétaire mise en oeuvre par la Banque n'a pas eu pour effet d'amener les taux d'intérêt canadiens à emboîter le pas aux taux américains. C'est ainsi que, au cours des deux dernières années, les taux d'intérêt à court terme canadiens ont été jusqu'à 4 points au-dessous des taux américains et jusqu'à 5 points au-dessus de ces taux. C'est là toute une marge de fluctuation, une marge beaucoup plus grande qu'on ne semble le reconnaître en général.

Le fait que les taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada ces dernières années aient été à quelques reprises inférieurs aux taux américains ne signifie pas que cette relation puisse se maintenir continuellement lorsque le taux d'inflation est plus élevé au Canada qu'aux États-Unis. Dans ces conditions, toute tentative pour forcer les taux à court terme canadiens à baisser et à rester à un niveau nettement inférieur aux taux américains entraînerait un recul marqué du dollar canadien? Il n'est pas possible de répondre à cette question avec quelque précision que ce soit. Le taux de change tomberait jusqu'à ce que le marché soit convaincu que le dollar est tellement sous-évalué qu'une certaine remontée puisse être anticipée. Si les autorités d'un pays qui connaît de fortes pressions inflationnistes

subi par le taux de change, mais cette fois le problème avait découlé d'une vague de prises de contrôle par les Canadiens de sociétés étrangères établies au Canada. L'ampleur de ce phénomène et la façon dont il a influencé le marché des changes sont examinées dans la section des « Aspects internationaux » (page 25). En résumé, ce phénomène a produit un déséquilibre important sur le marché des changes, mais il n'a pas entraîné un recul très marqué du cours du dollar, car les taux d'intérêt canadiens ont augmenté pour se situer à des niveaux bien supérieurs à ceux des taux américains. Le haut niveau des taux d'intérêt canadiens a stimulé des entrées de capitaux suffisantes pour rétablir un équilibre viable sur le marché des changes. La politique monétaire mise en oeuvre par la Banque n'a pas eu pour effet d'amener les taux d'intérêt canadiens à emboîter le pas aux taux américains. C'est ainsi que, au cours des deux dernières années, les taux d'intérêt à court terme canadiens ont été jusqu'à 4 points au-dessous des taux américains et jusqu'à 5 points au-dessus de ces taux. C'est là toute une marge de fluctuation, une marge beaucoup plus grande qu'on ne semble le reconnaître en général.

Le fait que les taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada ces dernières années aient été à quelques reprises inférieurs aux taux américains ne signifie pas que cette relation puisse se maintenir continuellement lorsque le taux d'inflation est plus élevé au Canada qu'aux États-Unis. Dans ces conditions, toute tentative pour forcer les taux à court terme canadiens à baisser et à rester à un niveau nettement inférieur aux taux américains entraînerait un recul marqué du dollar canadien? Il n'est pas possible de répondre à cette question avec quelque précision que ce soit. Le taux de change tomberait jusqu'à ce que le marché soit convaincu que le dollar est tellement sous-évalué qu'une certaine remontée puisse être anticipée. Si les autorités d'un pays qui connaît de fortes pressions inflationnistes

économiques et sociales seraient beaucoup plus aiguës. On aurait alors été beaucoup plus fondé à parler d'échec de la politique monétaire.

* * *

J'aimerais faire ici une brève pause pour souligner qu'il est beaucoup plus facile d'analyser l'évolution économique des dernières années qu'il n'aurait été de la prévoir. En dépit de tous les progrès accomplis dans la construction des modèles économiques, ceux-ci ne permettent toujours pas de prédire avec beaucoup de précision la façon dont l'économie se comportera au-delà d'une période relativement courte. La justesse des prévisions à moyen ou à long terme effectuées à l'aide de modèles économiques dépend de la fidélité avec laquelle les relations empiriques ou théoriques incorpores reflètent les relations portées à ces modèles concernant le problème fondamental de la prévision résiduelle précisément dans la difficulté à prédire ce que seront véritablement ces relations à l'avenir, et dans la prise en compte, d'une part, des événements qui se produiront à l'étranger et, d'autre part, de l'évolution future de la politique économique. Les modèles économiques de toutes les relations et hypothèses, quelles qu'elles soient, qu'on y incorpore, ce qui est certes utile, mais la grande précision avec laquelle ils peuvent prédire ou parfoir, répondre aux questions relatives à l'évolution future ne constitue nullement une preuve de la fiabilité de ces réponses.

Le fait est que notre économie, comme celle de beaucoup d'autres pays, fait face depuis un certain nombre d'années à une situation pour ainsi dire sans précédent. Le principal élément nouveau réside dans la persistance d'un taux élevé d'inflation et dans les révisions des anticipations relatives à l'évolution future du taux d'inflation. La science économique est certainement en mesure d'appliquer ce phénomène et de prescrire des mesures appropriées. Cependant, le peu de connaissances que l'on pos-

sède sur la façon dont l'inflation influence les corrélations économiques limite grandement l'aptitude de l'analyse économique à prévoir avec précision quand et comment l'économie réagira à certaines mesures destinées à combattre l'inflation.

C'est pour cette raison que la Banque du Canada n'a jamais proposé de prévisions détaillées sur la manière dont l'économie réagirait à une décélération graduelle de l'expansion monétaire. Qu'une telle politique parvienne à réduire tôt ou tard le taux d'inflation au Canada, cela n'a jamais été sérieusement mis en doute. Mais personne n'aurait pu évaluer ni les difficultés que le processus comporterait ni le temps qu'il exigerait. Cela dépendrait en grande partie des politiques qui seraient mises en œuvre dans notre économie et de la manière dont d'influencer les prix des biens et services qu'ils produisent réagiraient face aux changements des forces du marché entraînés par l'orientation anti-inflationniste de la politique monétaire. Si ces groupes étaient convaincus que le taux d'inflation allait baisser et aggraverait en conséquence, la transition se ferait de façon relativement douce et sans trop perturber l'emploi et la production. Mais s'ils faisaient obstacle à la transition des taux plus faibles d'inflation, il s'ensuivrait de graves perturbations. Tant que l'expansion monétaire fléchirait, même légèrement, les tensions s'accumuleraient dans l'économie. Si, pendant un certain temps, l'accroissement des prix et des coûts ne s'atténuait pas, les taux d'intérêt devaient monter, tandis que la production et l'emploi s'affaibliraient. Plus la hausse des prix et des coûts tarderait à se ralentir, plus forte serait la pression à la hausse des taux d'intérêt, et plus l'ajustement final serait brusque et perturbateur.

C'est peut-être le moment de s'arrêter sur un qualificatif qui a été accolé ces dernières années à la politique de la Banque, celui de « monétariste ». Les gens

celle de l'année dernière. Il est difficile de résumer cet examen en une phrase ou deux, mais l'idée essentielle qui s'en dégage est que les fortes pressions à la hausse exercées sur les prix et les coûts par divers facteurs — notamment la dépréciation marquée du dollar canadien au cours des années antérieures, la reprise conjoncturelle de l'activité économique aux États-Unis, les pressions qui s'exerçaient sur les capacités de production dans un certain nombre d'industries canadiennes, la baisse de la productivité et le second choc des prix mondiaux du pétrole — n'ont pas été adéquate-ment contrearrêtées par les politiques budgétaire et monétaire.

C'est ainsi que le taux d'inflation a grimpé et que les anticipations d'une persistance des taux élevés d'inflation se sont renforcées. Le fait que les taux d'intérêt ont dû atteindre des niveaux très élevés avant de commencer à ralentir la croissance de la dépense globale est une preuve de la vigueur des anticipations inflationnistes. Ce ralentissement est maintenant chose faite; il s'amorçait sur les marchés, tandis que nationale, une conjoncture qui ne se prête plus à des augmentations rapides des coûts et des prix.

Ce qu'un coup d'œil rétrospectif sur les dernières années révèle, ce n'est pas que la politique monétaire n'ait pas eu d'influence modératrice sur l'inflation, c'est que, jusqu'à récemment, elle n'a pas été à même de faire baisser le taux d'inflation. Dans une conjoncture qui était fortement inflationniste jusqu'à ces derniers temps, le resserrement de la politique monétaire a eu pour effet d'empêcher une montée en flèche du taux d'inflation. Cela n'est certainement pas un échec. Ce que semblent vouloir dire les gens qui parlent d'un échec de la politique monétaire, c'est que la situation économique actuelle aurait été meilleure si la politique monétaire avait été beaucoup moins restrictive. Cela est faux. La situation économique serait pire. Le taux d'inflation serait beaucoup plus élevé, et les tensions

périodiquement abaissés les limites de la cible de croissance de M₁. À l'origine, le taux de croissance de M₁ devait être de plus de 10 % et de moins de 15 %, et les limites actuelles de la cible sont de 4 % et 8 %.

La Banque aurait pu chercher à réduire plus rapidement le taux d'expansion de la masse monétaire. Si elle a choisi une approche plus graduelle, c'était surtout dans le but de réduire au minimum les perturbations qu'entraînerait pour l'économie la transition à des taux d'inflation moins élevés. Étalé sur une période plus longue, le changement se ferait de façon plus ordonnée. Depuis 1975, la Banque a rappelé à maintes reprises que le passage à une conjoncture moins inflationniste s'imposait et qu'elle opposerait une résistance de plus en plus vigoureuse à toute tendance persistante des taux élevés d'inflation. Elle espérait que ces mises en garde inciteraient les gens à éviter de contracter des engagements qu'ils seraient incapables d'honorer dans une conjoncture moins inflationniste.

Je sais, bien sûr, que certains prétendent que la stratégie de la Banque du Canada de contenir l'inflation par une réduction graduelle du rythme d'expansion de la masse monétaire s'est soldée par un échec, car le taux d'inflation est aussi élevé maintenant qu'il l'était au moment où cette stratégie a été annoncée. Il s'agit là certainement d'un sujet important, et je tiens à en dire quelques mots.

Tout d'abord, il faut reconnaître les faits. Après quelques succès remportés entre 1975 et 1978, les résultats de la lutte contre l'inflation ont été bien décevants. Le taux d'inflation est aussi élevé à l'heure actuelle qu'il l'était en 1975. Pourquoi donc? Quelles sont les leçons à tirer de cette expérience?

Dans le Rapport annuel de l'an dernier, j'ai examiné assez longuement les principaux facteurs qui avaient contribué à la recrudescence de l'inflation au Canada au cours des années antérieures. La partie du présent Rapport intitulée « Les tendances récentes des coûts et des prix » (page 17) renferme une analyse assez semblable à

combien de temps il faudra pour restaurer la stabilité monétaire ni combien d'obstacles il faudra surmonter. Tout dépendra des réactions économiques, politiques et sociales, au sujet desquelles l'expérience passée ne renferme guère de leçons. Mais il n'est pas question de faire marche arrière. Nos sociétés ne peuvent pas réaliser leurs objectifs socio-économiques sans l'aide d'une monnaie qui inspire confiance.

L'expérience vécue par de nombreux pays au cours de la dernière décennie illustre bien la façon dont l'inflation affaiblit les sociétés libres. Sur le plan strictement économique, l'inflation n'a pas favorisé une bonne tenue de l'économie. Elle a nui au bon fonctionnement des marchés plutôt que de les aider à remplir leur rôle, qui est d'assurer une affectation efficace des ressources économiques. En accroissant considérablement l'élément d'incertitude inhérent aux décisions économiques, l'inflation a réduit les possibilités d'une planification efficace. Elle a ainsi constitué un obstacle à la fois pour la production actuelle et pour l'investissement qui assurera la croissance économique. Mais les torts que l'inflation a causés à notre société ne s'arrêtent pas là. L'inflation est un phénomène fondamentalment injuste et générateur de dissensions sur le plan social. Il rémunère grossièrement certaines activités dont la contribution à la production économique est faible ou négligable au détriment d'efforts plus constructifs déployés dans la production. Il mine graduellement la confiance des citoyens dans l'équité du système économique et les incite à la confrontation plutôt qu'à la coopération. L'inflation effrite le ciment qui assure la cohésion des sociétés libres.

Comme le bien-être des sociétés libres dépend de la stabilité de leurs monnaies, la question qui se pose est de savoir quelle est la meilleure façon de rétablir cette stabilité. De nombreux aspects des politiques suivies tant par le secteur public que par le secteur privé entrent en jeu ici. Les anticipations exagérées doivent, dans bien des secteurs, être ramenées à des proportions plus réalistes. Aucun des choix de

politiques qui s'offrent à nous n'est attrayant, car ils semblent presque tous pénaliser à court terme l'un ou l'autre groupe de la société. Mais il faut s'attaquer aux racines du mal. Le principal danger consiste à espérer qu'en remettant toujours les choses à demain, on finira par trouver une solution simple ou que le problème se dissipera de lui-même.

Il est facile de définir en termes généraux le rôle qui incombe à la politique monétaire dans la poursuite de la stabilité des prix. La politique monétaire a pour objet de réglementer l'offre de monnaie, et la monnaie ne peut conserver sa valeur que si la quantité disponible est adéquatement limitée. Aussi la politique monétaire doit-elle se fixer pour objectif d'amener et de maintenir le taux d'expansion monétaire à un niveau compatible avec une stabilité raisonnable des prix. Cela vaut indépendamment des autres politiques que poursuivent les gouvernements et les autres groupes. Toutefois, le processus de stabilisation des prix engendre moins de perturbations lorsqu'il bénéficie du soutien des politiques mises en oeuvre dans d'autres domaines.

Le dosage des politiques anti-inflationnistes est un sujet qui soulève de vives controverses dans de nombreux pays, à cause du niveau élevé auquel doivent s'établir temporairement les taux d'intérêt lorsque l'on compte exclusivement ou principalement sur la politique monétaire. Avec un même degré de restriction monétaire, il sera possible, si l'on dispose d'un soutien plus ferme de la politique budgétaire et de certaines autres politiques, de faire reculer autant le taux d'inflation, tout en pratiquant des taux d'intérêt plus bas. Ainsi, l'effet perturbateur des mesures anti-inflationnistes serait atténué et le poids de la lutte anti-inflationniste serait mieux réparti.

En 1975, la Banque du Canada a commencé à réduire graduellement le taux d'expansion de la masse monétaire au Canada, et elle a formulé ses intentions à cet égard en termes de taux de croissance de l'ensemble de la monnaie et des dépôts à vue, agrégat appelé M1. Depuis 1975, elle a

Pour la deuxième année consécutive,

le niveau élevé et la volatilité des taux

d'intérêt ont constitué une cause majeure de

préoccupations pour un grand nombre de

Canadiens. Je suis très conscient des priva-

tions et des frustrations que les taux

d'intérêt ont causées et continuent de cau-

ser. Je suis également conscient de la confu-

sion et des malentendus qui obscurcissent le

débat relatif à la nature du problème des

taux d'intérêt et, en particulier, à l'idée que

l'on pourrait atténuer grandement ce pro-

blème en apportant certaines modifications

à la politique de la Banque du Canada.

J'examinerai chacune de ces questions dans

le présent Rapport.

Les événements qui ont marqué

l'évolution financière récente ne peuvent

être compris que si on les replaçait dans le

contexte des dernières années. Ces évène-

ments ont été et continuent d'être fortement

influencés par les réactions des gouverne-

ments et des particuliers à la poussée infla-

tionniste mondiale qui a caractérisé les

années soixante-dix. Il n'était pas permis de

méconnaître la menace que l'accélération de

l'inflation faisait planer sur la bonne tenue

de l'économie et sur l'ordre social; c'est

pourquoi les gouvernements de la plupart

des pays se sont grandement préoccupés ces

dernières années de contenir la hausse des

prix. C'est dans ce contexte que se

déroulent les événements auxquels je fais

allusion.

Ce contexte permet de comprendre

pourquoi de nombreux pays réagissent ac-

tuellement à la tendance hésitante de la pro-

duction en faisant preuve de beaucoup plus

de retenue dans la mise en œuvre des poli-

tiques budgétaire et monétaire qu'ils ne

l'ont fait en règle générale durant les réces-

sions cycliques précédentes. L'une des le-

çons que la plupart des pays du monde libre

ont tirées de l'expérience, c'est qu'ils

avaient fait un usage abusif des stimulants

financiers. Quelques bien intentionnés

qu'aient été les politiques de relance appli-

quées, elles ont eu pour effet à long terme

de gêner l'inflation et, par voie de consé-

quence, de compromettre la réalisation des

objectifs sociaux et économiques des pays

concernés. Tant que la plupart des pays

n'auront pas rétabli la confiance dans la

valeur de leurs monnaies, il n'y aura pas de

place pour les grands programmes de sti-

mulation financière.

De nombreux pays sont actuellement

aux prises avec des difficultés économiques

de même nature que celles que connaît le

Canada. Le taux de chômage est aussi

élevé, sinon plus que le nôtre, dans bien des

pays, et les taux d'intérêt sont élevés pres-

que partout. Tous les pays, presque sans

exception, s'efforcent de contrer l'inflation

en vue de rétablir les bases solides indispen-

sables à la croissance économique.

La voie à suivre pour retourner à une

stabilité raisonnable des prix n'est pas fa-

cile. Le passage d'un climat financier qui a

été inflationniste pendant si longtemps à un

climat non inflationniste a imposé et impose

encore de nombreuses modifications aux

pratiques économiques. Certaines de ces

modifications sont très pénibles pour bien

des gens. Ceux qui ont contracté des enga-

gements importants en pensant que le climat

inflationniste allait persister sont parti-

culièrement vulnérables, et certains d'entre

eux sont maintenant gravement touchés. La

transition à une conjoncture moins inflation-

niste est d'autant plus difficile que, durant

les années soixante-dix, beaucoup de gens

en étaient venus à la conclusion que la

chose la plus rentable à faire était d'agir en

anticipant des taux élevés d'inflation.

Persone ne peut encore nous dire

BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR - 1981

Observations d'ordre général	5
L'évolution économique et financière	13
Les taux d'intérêt en 1981	13
Les tendances récentes des coûts et des prix	17
Les aspects internationaux	25
L'utilisation des agrégats monétaires	33
La modification de la législation bancaire	39
La gestion de la dette publique	41
Tableaux en annexe	45
États financiers	55
Conseil d'administration	59
Cadres supérieurs	60
Représentants régionaux et Agences	61

Bank of Canada • Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 26 février 1982

L'honorable Allan J. MacEachen, C.P.
Vice-premier ministre et
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de

la Loi sur la Banque du Canada, j'ai l'honneur
de vous remettre ci-joint mon rapport pour
l'année 1981 ainsi qu'un état des comptes de
la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre
dernier, signé et certifié de la façon prescrite

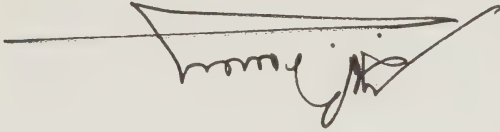
par nos statuts.

Veillez agréer, Monsieur le

Ministre, l'expression de mes sentiments

distingués.

Le Gouverneur,



Banque du Canada
245, rue Sparks
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur
au Ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année
1981

CA1
FN73
-A55

Bank of Canada



Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1982

Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

February 28, 1983

The Hon. Marc Lalonde, P.C.,
Minister of Finance,
O t t a w a .

Dear Mr. Lalonde,

In accordance with
the provisions of the Bank of Canada Act
I am transmitting herewith my report for
the year 1982 and a statement of the
Bank's accounts for this period, signed
and certified in the manner prescribed in
the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read "G. B. Munro", is written over a horizontal line. The signature is stylized and cursive.

Governor

BANK OF CANADA

REPORT OF THE GOVERNOR – 1982

General Observations	5
Economic and Financial Developments	
Economic Activity and Inflation	13
Interest Rates in 1982	19
International Financial Problems	23
The Experience in Using Monetary Aggregates	25
Debt Management and Foreign Exchange Operations	31
Appendix Tables	35
Financial Statements	45
Board of Directors	49
Principal Officers	50
Regional Representatives and Agencies	51

General Observations

I regard my Annual Reports as opportunities to describe those current developments in the economic and financial life of the nation that we in the Bank consider to be of greatest consequence, what we believe to be the principal forces that are shaping events, how we have responded to the situation in our conduct of monetary policy and why we have judged that that response was in the national interest. In this Report I shall try to respond to the unusually lively discussion of these matters that is going on at the present time.

Canadians are well aware of the unwelcome features of the current economic scene. These features have been fully described by the news media and by a wide range of commentators; both employment and output in Canada are well below their earlier peaks, there is an extremely large amount of unemployment, many businesses have been forced into bankruptcy and the ability to survive of many others is threatened, and rates of both interest and inflation, while declining, are still high. The international economic environment has also been unfavourable in that the world is experiencing the deepest recession in the post-war period. Further details on these matters are included later in this Report. It is abundantly clear that the pain and distress felt by many Canadians is substantial and continuing. The disappointment and frustration with the current reality is the greater by virtue of the high expectations of increasing prosperity that many Canadians had come to count on. 1982 was certainly an unhappy year.

The problem is not ignorance or indifference to the sad facts of our economic condition. If descriptions of the situation, or expressions of dismay about it, would fix it up all would be well. But of course they won't. The problem of what to do about it remains.

Everyone interested must be impressed, and perhaps also distressed, by the wide range and contradictory character of the proposals advanced for resolving our economic problems. It is true that many proposals that sound like programs for action are really only statements of goals, not methods for attaining them. But among the proposals for specific actions there is no shortage of diversity. Some people advocate more monetary expansion and others warn against it; some want more fiscal stimulus and others are opposed; some want more direct regulations of one kind or another and others want more reliance on market processes; some want more power given to particular groups and some want less; some think that Canada should move in step with other nations and others think that we should act alone. And so on.

One healthy feature of the current debate is the general realization that Canada's economic problems did not arise overnight and cannot be resolved quickly. In matters of economic policy, viewing events within a fairly long time spectrum is the beginning of wisdom. Current economic difficulties can rarely be understood except within a historical context.

For much of the world the period from the end of the Second World War until

a few years ago was a golden era in economic matters. Probably never before in human history had the living conditions of so many people improved so rapidly. One of the contributing factors was the success of public policy in the major industrial countries in maintaining an environment favourable to economic growth. That policy arose from a strong commitment of governments to high levels of employment and output and involved a great readiness of governments and central banks to move quickly to stimulative fiscal and monetary policies whenever there were signs of economic recession.

That policy prescription worked well enough for long enough that it became the conventional wisdom in public economic management in many countries. Financial stimulation became the standard response whenever any economic clouds appeared. It was seen as the touchstone for sustained high levels of employment and output in market-oriented economies.

The events of the last dozen years or so have exposed some problems with this policy prescription. The principal difficulty with financial stimulation is that it is hard to get it right, and a persistent tendency towards overdoses has increasingly yielded cost and price inflation rather than an increase in employment and output. This was the principal cause of the worldwide surge of inflation in the early 1970s. Fears of recessionary influences of one kind or another led the authorities in many countries to follow financial policies that proved in the event to overstrain the effective capacity of their economic systems to generate additional employment and output. As a result their economies overheated badly, that is, they generated a lot of inflation. The process was strongly reinforced by the so-called first oil shock and by some other lesser shocks, and a massive worldwide inflationary surge erupted.

Since then another limitation on financial stimulation as an instrument of economic policy has become more and more evident. This is that its beneficial effects

cannot be counted on in a society that lacks confidence in the future value of its national money. When people have expectations or fears of high or rising inflation they tend to see in stimulative financial policy evidence that their expectations or fears are warranted. The actions that they then take to protect themselves push up costs and prices (including interest rates) and reduce the benefits to employment and output that the financial stimulation was undertaken to achieve.

This is the quandary in which public financial policy now finds itself to a greater or lesser extent in all market-oriented societies. The more inflation a country has experienced in the recent past, the more fragile will public confidence likely be in the future value of that country's currency and the less effective will financial stimulation likely be in increasing employment and output rather than inflation. This limits the room for manoeuvre and is the reason why financial policy in most countries has been much more cautious in moving towards substantial economic stimulation in this recession than it was in earlier recessions.

One possible reaction to this argument is, of course, to say – so what? If some financial stimulation is dissipated in inflation some will not be, and the policy reaction ought to be to increase the dosage, not to back off. This is, of course, the argument that more inflation is a price worth paying for more employment. The trouble with that argument is that it is based on a false premise, namely, that societies have the option of buying employment with inflation. They do not, not more than very temporarily, not any longer. It was plausible that they did have that option when confidence in the future value of money was high but those days are past. When confidence in the future value of money is weak, what more inflation buys is yet more inflation. Any benefits to employment are of short duration.

This is little more than repeating what I have frequently said, that willingness to accept inflation is no solution to poor

economic performance. I am, of course, pleased that this view is widely shared, and for a time there seemed to be virtually no expression of the contrary opinion. But it has re-emerged to some extent in variants of the argument that "the cure is worse than the disease"; that fighting inflation is worse than having it. To argue this way is to misunderstand the disease. It is true that inflation seems benign in its early stages; as long as it is seen as accidental and temporary it induces a mood of prosperity and contributes to economic expansion. That happens as long as people do not act in anticipation of continuing inflation. But after inflation continues for a while its character changes. It becomes seen as endemic, people act in the expectation that it will continue, and it becomes self-reinforcing. That is when the real trouble starts. If inflation is not resisted, if it is accommodated, it will accelerate. If the process is allowed to continue the final phase is hyperinflation, or worthless money. To avoid that phase inflation must sooner or later be fought. Some "cure" cannot be avoided.

What I am saying in these remarks is that while the world's economic problems are more serious than they have been since the 1930s they cannot be resolved by the vigorous use of financial stimulation. The reason is that the earlier successes of financial stimulation led to an excessive use of it and generated the Great Inflation of the 1970s. Many of our current problems are the distortions generated by that inflation. We shall not be able to cure them by the policies that caused them. To make our market economies work well again and to foster international trade what we need is a strengthening of confidence in national currencies. Things will not go very well until we get it. Confidence in money was slow to ebb and should not be expected to recover quickly. This is not of course to deny any room for manoeuvre to either fiscal policy or monetary policy in any country in the period ahead. What it does mean is that overall financial policy must be, and must be seen by a skeptical public to be, consis-

tent with a continuing movement towards cost and price stability. If it is not so seen, if it arouses increased fears of inflation, its economic effects will be perverse.

* * *

Since there is then no real alternative to resisting inflation it is constructive to accept that fact and go on from there. What one goes on to is the much more profitable question of the best means of resisting it.

The surest thing that can be said on how best to resist inflation is that an essential element is control of monetary expansion – of money creation. That is too incontrovertible to be worth debating. In the current debate it is not so much challenged as ignored. The institution charged with responsibility for the control of money creation in Canada is the Bank of Canada. We are frequently pressed by people to do things that would involve giving up control over money creation without any apparent recognition on their part that that is what they are really asking. We have, of course, to refuse.

I believe that the principal misunderstanding about central banking in Canada is that the Bank of Canada could achieve more or less immediately a low level of interest rates if it wanted to. This confusion seems to arise from the fact that the Bank is able to have an important influence on short-term interest rates within a limited range. It exerts this influence by varying the supply of reserves to the financial system, thereby affecting the borrowing and lending decisions of financial institutions. But this means of influencing interest rates, while powerful within a limited range, has perverse effects if the limits to its use are not respected. If the Bank were to try to force on to financial markets an interest rate structure that was seen by observers in Canada and abroad as likely to lead to an acceleration of inflation in Canada, there would be a rush to sell financial assets denominated in Canadian dollars. Even very high rates of monetary expansion could not

prevent market interest rates from shooting up. The Bank's initiative would have been wholly counterproductive.

The fact of the matter is that the conduct of monetary policy in Canada is a market exercise, and the Bank of Canada has far less power to reduce interest rates quickly than is frequently attributed to it. The principal power of the Bank to lower interest rates lies in its ability to contribute to a lower rate of inflation, and that takes time.

What is open for debate is the use made by the Bank of Canada of such room as is in fact available to it. The room for lower interest rates is, as I have said, always severely constrained by the current environment. Choices within this range are normally too limited to allow them to have major economic effects in the short run but they are of great consequence over the longer term. It is the cumulative effect of monetary policy over time that is most important. If over time the rate of monetary expansion is too low it will impede economic growth; if over time it is too high it will perpetuate inflation. That is the true nature of monetary policy.

The goal of the Bank for many years now has been to put moderate but continuous downward pressure on the rate of inflation in Canada. That is, of course, an intermediate goal; the ultimate goal is to encourage sustained economic prosperity.

The pursuit of that goal has required a slowing of the rate of monetary expansion in Canada from the excessive rate reached in the early 1970s. A number of difficulties have been encountered along the way. Monetary expansion is an analytic concept which, to be useful for policy, has to be applied to particular situations. A later section in this Report reviews the Bank's experience with the monetary aggregate known as M_1 as a guide. What I want to say here is that the withdrawal by the Bank last November of its target range for M_1 growth did not reflect any basic change in its approach to monetary policy. What it reflected was that M_1 had become an unsuitable aggregate

to use in expressing targets because its relationship to interest rates and total spending was no longer sufficiently reliable for that purpose. We have not yet succeeded in finding another aggregate that is suitable for target-setting. This affects the way of describing our policy but not the policy itself. We continue to believe that monetary policy must move towards a trend of monetary expansion that will permit economic growth without inflation. With careful interpretation the aggregates that are available provide a basis for judging the trend.

Another difficulty that the Bank of Canada has had in the implementation of its policy of putting anti-inflationary pressure on the Canadian economy has had to do with the degree and the stability of that pressure. In order to minimize the economic strain involved in moving towards monetary stability the Bank wanted to offer no more restraint than was necessary to do the job over a period of years. How much restraint would be necessary could not be foretold with assurance because of the limited knowledge of how the Canadian economy would react. It is now clear that the Canadian economy has shown strong resistance to becoming less inflationary. I shall return to this matter later in these remarks.

The degree of anti-inflationary pressure on the Canadian economy has been quite uneven over the past several years, having been rather mild in the later 1970s and having become very strong so far in the 1980s. This sequence was due to a considerable extent to the sharp tightening in monetary policy in the United States in the autumn of 1979 and the associated sharp increase in interest rates in that country.

It seems to be a persistent faith of some Canadians that it should be possible to manage economic affairs in this country with little regard to what is happening in the United States. Given the high degree of interconnection and interdependence between the two economies this is not possible. For it to become possible these links would have to be broken by restrictions on trade and payments. The economic cost to

Canada of breaking the links would be so great that it is hard to imagine anyone proposing it seriously. Canada is among the countries in the world that benefit most from economic interdependence.

It is sometimes argued that a country like Canada can enjoy at the same time a high degree of interdependence in trade and a high degree of independence in economic policy simply by letting its exchange rate move around freely in response to exchange market pressures. This argument attracted a lot of support in the 1960s, and high hopes were entertained in many quarters about the advantages that would accrue to trading nations from the flexible exchange rate system that the world moved to in the 1970s. It has not worked out quite that way. There has indeed been a great deal of exchange rate movement of the currencies of the world's major trading nations, but what now attracts most attention is the disruptive effects of this movement on national economic policies and on international trade. There is growing recognition of the need for more harmonization of national economic policies, including the mix of fiscal and monetary policy, in order to stabilize exchange rates.

The economic argument for as much stability of exchange rates as is practical is easy to understand. For countries that are much involved in international trade their exchange rate is, by definition, a very important price. It can quite reasonably be said that for Canada the exchange rate of our currency vis-à-vis the U.S. dollar is the most important single price in the economy. It has a profound effect directly or indirectly on the whole structure of prices throughout Canada. To have such an important price swinging around widely would be about as disruptive an influence on the evolution of Canadian economic affairs as one could imagine.

The case for as much exchange rate stability as is practical is not a case for stability at an inappropriate level. The difficult question here is – how does one know whether an exchange rate is appropriate or

inappropriate? Different groups in the economy have different interests in the exchange rate and some of them are conflicting; the clearest example is the conflicting interest of producers of exports and consumers of imports. A balance must be struck between the public interest in having the country's export industries reasonably competitive in foreign markets and the public interest in protecting the domestic cost and price structure from being driven up by exchange rate depreciation. Some people seem to think that this balance has not been properly struck in Canada in recent years, that monetary policy has been too protective of the exchange rate. This is a rather surprising view in the light of the extent and rate at which the Canadian dollar has depreciated in the last half-dozen years. If exchange rate depreciation is of such economic benefit, one might ask, why have things not gone better in Canada? A major reason is that the exchange rate depreciation was accompanied by a high rate of inflation. To that extent the exchange depreciation has been an exercise in frustration; nobody got what he wanted.

* * *

The events of 1982 have thrown into stark relief the world's heritage of problems from the inflationary surge of the 1970s. Most countries have many difficult situations that must be adjusted or somehow digested as the world recovers from inflation. The transition is proving to be painful everywhere but nowhere is it more so than in the so-called third world, the developing countries.

Their situations have been highlighted by the attention that has recently been drawn to their problems in managing the vast international debt that they have accumulated, much of it quite recently. A brief description of the origins and nature of that problem appears later in this Report. It notes the participation of the Bank of Canada for Canada in a number of international financial initiatives taken recently to

help to deal with this problem. Many further international initiatives of one kind or another may be required in the years ahead because the problem is serious and is far from resolved. What I want to say about it here is that the nature of the problem is well understood and that I am confident that those involved will face up to doing what may be required.

Another part of this Report describes the process of economic adjustment in Canada during our recovery from inflation. I have already referred to the fact that our economic system has exhibited stubborn resistance to a reduction in the rate of cost and price inflation. Why has the resistance been so stubborn?

Let me say first of all that I doubt that anybody is able to give a definitive answer to this question. It involves an aspect of the functioning of Canadian society that has received far too little consideration. I would welcome such attention as the newly appointed Royal Commission on the Economic Union and Development Prospects for Canada may find it possible to give to it. I think it likely that a thorough examination of the question would point to policy initiatives of one kind and another that would improve appreciably the prospects for employment and output in Canada.

What has been underway in Canada for some years is an effort to reduce inflation by financial restraint working through market forces. There is nothing novel in this. We are a market-oriented society; we get inflation through market forces when financial conditions are too lax; we have reduced inflation before by financial restraint working through market processes; we have enjoyed on occasion quite long periods of prosperity without significant inflation through the use of market forces to keep the situation in suitable balance.

The cost involved in reducing inflation through market forces depends upon how flexibly costs and prices respond to market pressure. If the response is very flexible, weaker markets will lead to a rapid moderation of the trend of labour costs, of

other costs and of profits and thus to a rapid moderation in the trend of prices. In that case the process will involve little disruption of production and little change in income shares unless developments in external markets complicate the adjustment.

To the extent, however, that participants in the economic process do not respond in this way the process becomes more disruptive. Market pressure gets translated into lower employment and production rather than lower inflation.

In Canada the response has been distressingly slow. Profits have declined very sharply but salary and wage costs were slow to show a significant moderation in trend. The explanation of this must lie at least in part in the existence of arrangements which have offset the market pressures. This in turn has increased the degree of market pressure needed to reduce inflation and has increased the loss of employment and output involved in the process.

There are a wide variety of arrangements, both private and public, that appear to have contributed to this result. What they have in common is that they reduce the competition in labour or product markets. The point in looking carefully at them would be to see whether they are compatible with the national interest. If they are, then their cost in terms of lower employment and output should be accepted without complaint. If they are not, better arrangements should be devised. We should rid ourselves of the comfortable illusion that there is some use of monetary and fiscal policy that can coax high employment and efficient production from the economy no matter what policies or practices are followed in other respects. We should look more searchingly at the consequences of those other policies and practices to see if we want to accept them.

The Government of Canada's program of "6 and 5" and the comparable provincial programs are initiatives to speed up the response of costs and prices to the present anti-inflationary climate. They work by overriding temporarily other

arrangements that exist for determining certain costs and prices. I believe that these initiatives are helping in the transition to a less inflationary economy.

* * *

These remarks, like most of what one reads these days on economic matters, are full of references to problems. There is no shortage of problems to talk about. But a balanced view of the economic scene at home and abroad would take note of some positive aspects. The main ones are that the world economy is recovering from inflation, that the economic recession involved in the process does not seem likely to be more severe than it now is, that the economic dynamics of the situation are increasingly favourable to economic recovery, and that some early and tentative signs of recovery are beginning to appear.

What to me is clearest and most reassuring about the current economic scene is

that Canada and a number of other countries are working off the inflation-induced excesses of the 1970s. That had to happen and it was bound to be painful; the good news is that we are getting through that transition. Our progress shows up clearly in the trend of costs and prices; the rate of inflation has slowed markedly and is continuing to decline. Our progress also shows up in interest rates; they are declining as the rate of inflation declines. But the transition we are accomplishing is more fundamental than that; it is a change in attitude to the economic process. Dispositions to believe in the easy availability of rapidly growing incomes are being shattered by the hard facts of economics, namely, that rising incomes have to be earned by efficient production. There is much more realism in economic decision-making in Canada today than there has been for quite a while. That is the foundation for our improving economic prospects. That is the surest basis for confidence in our economic future.

Economic Activity and Inflation

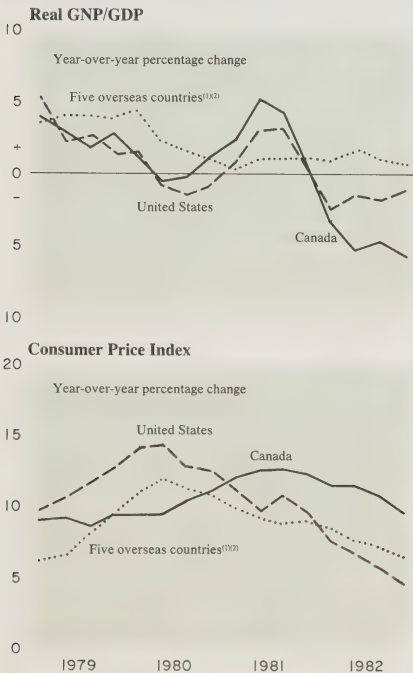
The Canadian economy suffered a steep decline in output and sharply rising unemployment in 1982. Inflation continued to decelerate. Similar circumstances were faced by other major industrialized countries, though output declines elsewhere were smaller on average than in Canada and the downturn in inflation came earlier.

Underlying the pattern of world economic developments in the past year has been the continuing process of adjustment

to lower levels of inflation which began in 1979 with the adoption in most major industrial countries of policies of greater financial restraint. The earlier persistent upward ratcheting of cost and price pressures, in a climate where the determination of financial policies to resist inflation often appeared uncertain, had greatly increased inflationary expectations. By 1979 there were mounting signs that expectations of accelerating inflation were becoming self-fulfilling. In response to such pressures, interest rates rose appreciably in most industrial countries in 1979 while fiscal policies also were tightened. The resulting process of adjustment to less inflationary conditions has been unfolding since, though in various ways and at various speeds in different countries.

In Canada there was a surge of demand and inflationary pressures between mid-1980 and mid-1981. Partly in reaction, the fall-off in economic activity in Canada since then has been sharp, certainly in comparison with the United States where economic activity was less buoyant than in Canada in the 1980-81 period. Canadian inflation began to respond to the weaker market conditions in 1981, but the shift was relatively gradual, particularly in respect of domestic production costs. However, by the latter part of 1982 and early 1983 inflation was running appreciably below the pace of a year earlier.

International Comparisons



⁽¹⁾ Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy

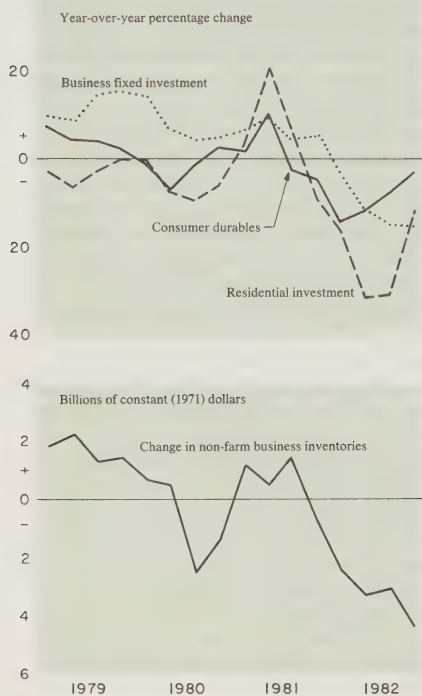
⁽²⁾ 1981 GNP/GDP weights

Economic Activity

As inflation accelerated and interest rates rose through the second half of 1979, economic activity in Canada began to slacken. However, in mid-1980 real outlays began to rise again and by the second quarter of 1981 Gross National Expenditure in volume terms was some 5½ per cent above the level seen a year earlier. The remarkable

feature of this surge in spending – GNE in current dollars rose by more than 15 per cent over the period from mid-1980 to mid-1981 – was that it persisted strongly well into 1981 in the face of sharp increases in interest rates. Underlying such behaviour seems to have been a belief that very high rates of inflation would continue on for some time.

Selected Real Expenditure Components



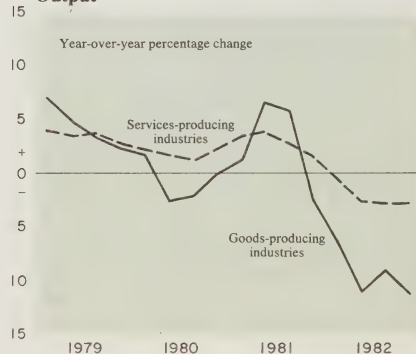
The severe recession in Canada, a decline in economic activity of about 7 per cent from the peak in mid-1981, has been in part a direct consequence of depressed economic conditions elsewhere. There was a substantial drop in the demand for many Canadian exports, in particular metals, forest products, and manufactured goods other than autos. At the same time, however, the

volume of spending within Canada has been still weaker than in export markets. The discretionary outlays of consumers on such items as automobiles and household furnishings have been particularly low, as has spending on new housing. Housing starts declined steeply until the latter part of 1982. More recently they have been rising again in response to an easing of mortgage costs reflecting both lower interest rates and reductions in house prices, as well as government programs.

The reaction of business has broadly paralleled that of consumers. In the face of weak markets, declining profits and deteriorating balance sheets producers and distributors have become more cautious. As a consequence business inventories have fallen steadily for over a year. Spending on plant and equipment also declined sharply over virtually the whole period. Besides the impact of general economic conditions a special element was the suspension of a number of large-scale investment projects whose viability depended on a continuation of high and rising energy prices.

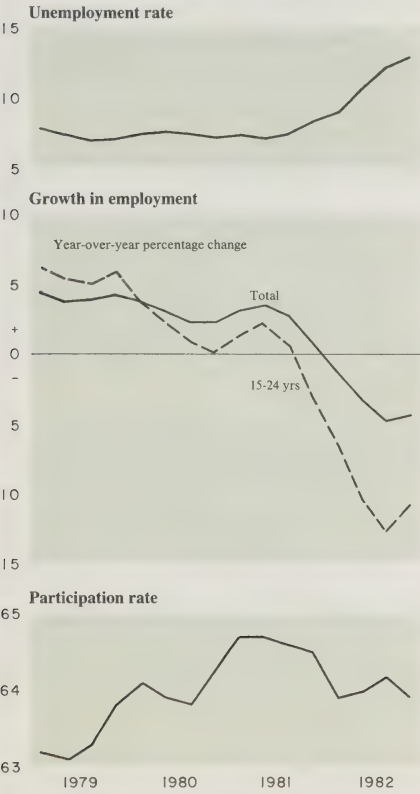
The slowing in demand after mid-1981 was soon reflected in output. As is usual goods-producing industries were most sharply affected but activity in the service sector also weakened as time went on. The fall in employment in the six quarters to the end of 1982 amounted to 5 per cent and, be-

Output



cause of the particular weakness of goods-producing industries, adult male workers were affected much more than females. Youth employment was affected more than either of the other two categories. As is typical in most economic downturns the initial reaction of employers was to cut back

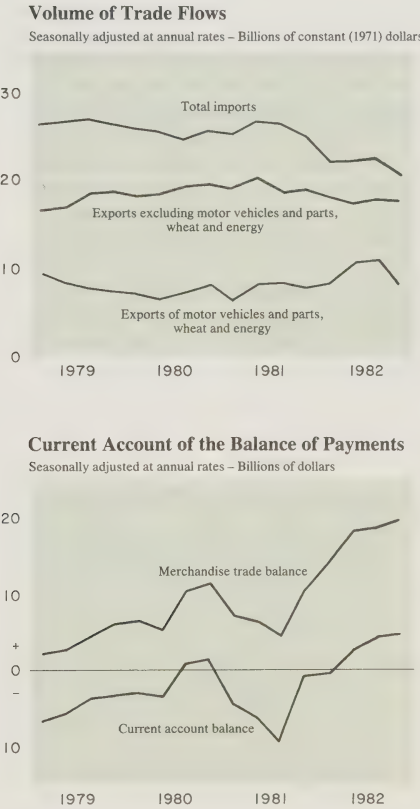
Selected Labour Market Indicators



new hirings. As is also to be anticipated in a recession, the participation rate, the proportion of the working age population working or seeking work, has fallen since the downturn began. Nevertheless the unemployment rate has risen sharply, from 7 per cent in August 1981 to over 12 per cent

more recently. All regions have been affected. In broad terms the difficulties of the central provinces have been more closely linked to the weakness in manufacturing, whereas the East and West are suffering more from declines in the external demand for resource-based goods that have shown up in both reduced volumes and lower prices.

An element of considerable resilience in Canada's economic performance has been its external trade. The surplus on merchandise trade reached a new record level and the current account moved in 1982 from a deficit to a sizeable surplus approaching



one per cent of GNE. However, it is evident upon examination that much of the shift reflected the weakness in demand and activity. Imports fell sharply under the impetus of the slide in domestic demand. As already noted markets were poor for a wide range of Canadian export products. However, for total merchandise exports, which held up quite well, the declines in these areas were largely offset by increases in exports of automobile products, energy and wheat.

Cost and Price Inflation

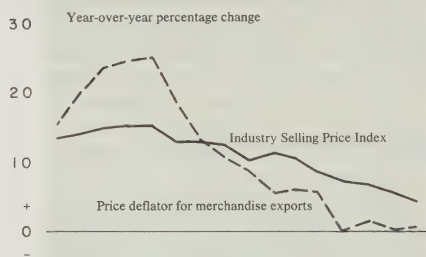
The inflationary momentum that had built up in Canada persisted strongly well into 1981. The rise in total wage costs per worker accelerated by about 2 percentage points to around 11 per cent by mid-1981. Furthermore, energy prices, responding to the earlier increases in OPEC prices, rose 30 per cent in the four quarters ended in mid-1981. The rate of increase of consumer prices rose from around 10 per cent in late 1979 to over 12½ per cent by mid-1981.

As the recession both deepened and lengthened domestic inflationary pressures began to moderate. Initially, the moderation showed mainly in prices, with an attendant strong downward impact on business profits, but more recently it has been apparent in domestic costs as well. The level of commodity prices, which had weakened earlier in response to world market

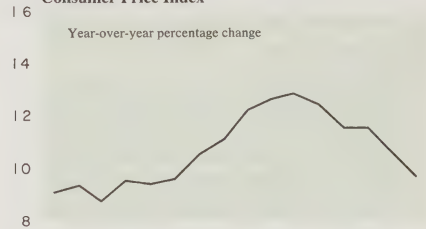


Indicators of Prices and Costs

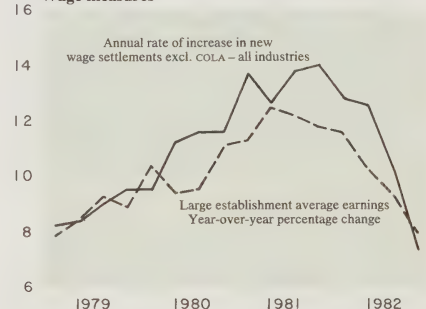
Industry selling prices and price deflator for merchandise exports



Consumer Price Index



Wage measures



conditions, continued to decline into the fall of 1982 while the rise in industry selling prices also continued to slow steadily. A similar pattern of deceleration has become increasingly apparent in recent quarters in consumer prices. Elements in the CPI that are more directly responsive to market forces have in fact been decelerating steadily since the first quarter of the recession, and this moderation has recently been

showing up in other areas of the CPI; in particular, the rise in energy prices has slowed considerably from the very rapid pace that characterized 1981 and the first part of 1982. Finally, as the year progressed there was also increased evidence of a marked slackening in the advance of domestic production costs. The rise in average earnings decelerated sharply through the year, and increases under newly negotiated wage settlements without cost-of-living adjustment (COLA) clauses fell to single-digit levels – well below those typical one year earlier. In the second half of 1982 there began to emerge indications of an improved productivity (output per worker) performance. Together with the moderation in money wages this improvement meant that the rise towards the end of 1982 in labour costs of production was less than it had been for many years.

* * *

There are strong crosscurrents at work in the Canadian economy at the pres-

ent time. The momentum of domestic and external cyclical forces in train for a year and a half has brought about very low levels of economic activity and employment. The impact of these forces is still strongly felt across the Canadian economy, but there are also increasing indications of strengthening trends on the other side. In the United States the balance has tilted towards recovery, a development that is beginning to show up in some Canadian exports such as lumber. Within Canada signs of the adjustment necessary to lay the foundations for an improvement in economic activity are clearest in the shrinkage of business inventories to much lower, and trimmer, levels and the improved financial positions of households. Furthermore, Canadian inflation has moved down appreciably over the past several quarters, generating a much improved climate for the functioning of the economy over that which existed a year and a half ago at the peak of the last inflationary surge.

Interest Rates in 1982

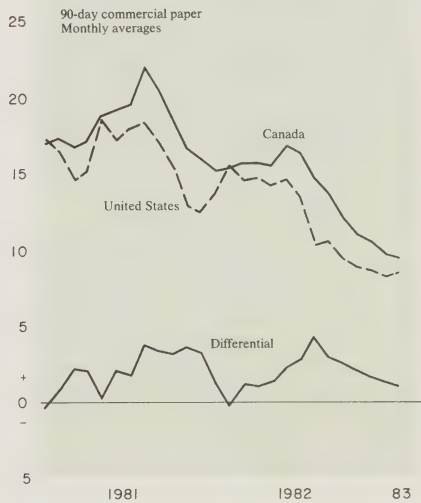
After having fallen sharply from their peaks in the summer of 1981 to very early in 1982, short-term interest rates in Canada increased on balance during the first half of 1982 but then declined sharply once again to the end of the year. At the beginning of 1983 these interest rates were around 10 per cent, less than half of what they had been at their peaks.

In Canada, as in the United States, the main reason for the fall in interest rates after mid-1981 was the change in the economic situation. The rate of growth of total spending in Canada declined sharply, first reflecting mainly a decline in economic activity and later also reflecting a considerable lessening of the rate of inflation of costs and prices. There was a related weakening in the demand for money and credit. The growth in demand for credit by the private sector of the Canadian economy fell much more sharply than the growth of total spending, partly because of the ebbing of the wave of business takeovers that had marked 1981.

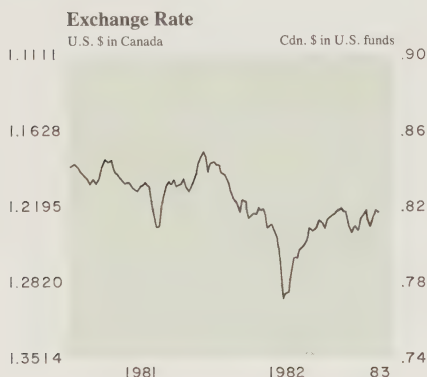
The temporary reversal of the downward movement of interest rates in Canada during the first half of 1982 followed a considerable increase in short-term interest

rates in the United States early in the year. In view of the evidence that total spending in Canada was continuing to slow, the Bank of Canada initially resisted the upward pressure on Canadian short-term rates coming

Canada-U.S. Short-Term Interest Rates



from the United States in the expectation that the pressure would be short-lived, and the difference in the levels of such rates between the two countries temporarily disappeared. However U.S. interest rates did not decline much for some months, the rate of inflation in Canada was well above that in the United States and there was much less evidence of progress in reducing inflation in Canada than in the United States.



These circumstances, reinforced by uneasiness in some quarters about the degree of commitment of governments in Canada to anti-inflationary policies and by the cancellation of a number of large energy projects in Canada, led to an increasing erosion of confidence in the foreign exchange value of the Canadian dollar which finally pushed the value of our dollar to a record low of 76.8 U.S. cents at the close of the exchange market on June 22.

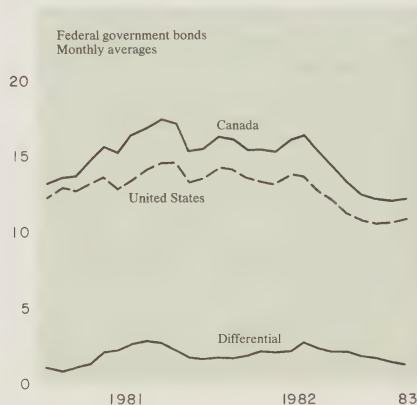
In order to prevent the increasing weakness of the Canadian dollar in the foreign exchange market from turning into a speculative rout, the Bank of Canada let the pressures for higher interest rates being generated by exchange market developments feed back on to the domestic money market. Increases in short-term market interest rates approaching 2 percentage points occurred before confidence in the Canadian dollar was restored in the exchange market.

Prime lending rates at the chartered banks increased by $1\frac{1}{4}$ percentage points to $18\frac{1}{4}$ per cent during this period.

The rapid fall in U.S. short-term interest rates after mid-year helped to widen the difference between Canadian and U.S. rates and to restore confidence in the Canadian dollar. The anti-inflationary initiative taken by the Government in the June Budget worked in the same direction. The consequent recovery of the Canadian dollar gave rise to a strong downward movement in domestic short-term interest rates. The Bank of Canada moderated the speed of the decline because it believed that the trend to lower short-term interest rates would last longer and go farther if it did not give rise to renewed weakness of the Canadian dollar in foreign exchange markets or to concerns that the decline could not be justified in terms of improved inflation performance.

The decline in short-term rates in Canada over the second half of 1982 was somewhat smoother than in the United States, and the total decline over the second half of 1982 was somewhat larger. The differential with U.S. short-term rates narrowed from over 4 percentage points to about $1\frac{1}{2}$ percentage points. Once again this differential became less than the difference between the inflation rates of the two

Canada-U.S. Long-Term Interest Rates



countries, but Canada's balance of payments situation had strengthened and the rate of inflation of costs and prices had been declining quite rapidly. From late August 1982 to early 1983 the exchange rate remained relatively stable in a range around 81 U.S. cents.

Over 1982 as a whole short-term market interest rates in Canada declined by about 5 percentage points to around 10 per cent. The prime lending rate at banks fell from $17\frac{1}{4}$ per cent near the end of 1981 to a range of $11\frac{1}{2}$ – $11\frac{1}{4}$ per cent early in 1983.

Over the same period mortgage rates fell from around $17\frac{1}{2}$ per cent for a one-year term to 12 per cent or less.

In the case of long-term market interest rates the decline in 1982 was around $3\frac{1}{2}$ percentage points; these rates, like short-term interest rates, had risen somewhat in the first half of the year and all of the decline took place in the second half. Again as with short-term rates, the differential between long-term market rates in Canada and the United States widened until July but narrowed thereafter.

International Financial Problems

1982 was a year of dramatic developments on the international financial scene. External debt problems which had been building up over a number of years became immediate issues attracting worldwide attention and concern. This section reviews the background to these events and the efforts underway to deal with them.

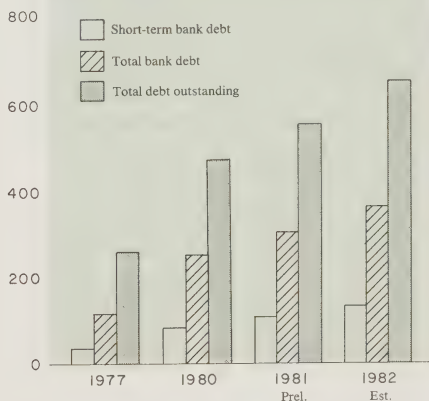
The surge of indebtedness in the 1970s reflects two main factors: the immediate impact of the two oil price shocks of 1973 and 1979 and a climate of inflation and expectations of inflation. The direct aftermath of the oil shocks was sharp increases in the borrowing of many oil-importing countries. Furthermore, these shocks encouraged some nations with newly discovered oil resources to undertake ambitious development and spending plans that depended for their viability on a sustained rise in the price of oil. But underlying the surge of indebtedness was the broad inflationary experience, reinforced by interest rates that for an extended period were low in comparison with the rate of inflation.

In these circumstances borrowers had strong incentives to increase their use of international credit. At the same time many commercial banks, particularly those able to tap international capital markets, began to expand rapidly their international lending activities. With encouragement from the need to recycle the financial surpluses of OPEC countries, banks competed actively for the profitable business of supplying funds to debtor countries. One consequence was that the margins between

the interest rates charged to borrowers by banks and the rates banks paid to depositors to attract sufficient funds stayed ex-

Non-OPEC Developing Countries: Outstanding External Debt

Billions of U.S. dollars, end of year



Source: Organization for Economic Cooperation and Development

tremely narrow. These margins made little allowance for risk, in part reflecting the fact that the loans were often made to governments or guaranteed by them. With an increasing proportion of the credits being extended on floating-rate terms, debtors became increasingly exposed to shifts in credit conditions.

So long as world inflation continued at a rapid pace most countries had little

difficulty both servicing and increasing their international indebtedness. However, following the further surge in inflation towards the end of the 1970s and the adoption by the industrial countries of policies of greater financial restraint the world environment changed. By 1982 debt loads had become very burdensome. Interest rates were above the general rate of inflation and for many commodities that are sold on international markets, including oil, both export prices and volumes had declined. Banks became increasingly concerned about their exposure levels in a number of developing countries whose debts had been rising particularly sharply. When, during the summer, lenders began to curtail the flow of new funds and became reluctant to roll over maturing short-term debt the effect was to expose in short order a series of country debt problems. These problems are not limited to any single geographical area, but they have been particularly pronounced in Latin America.

The international financial system has responded to these problems. The management of each new situation has generally included steps to ensure a program of economic adjustment so as to limit further increases in debt, a stretching out of payments for those private and public debts now falling due, and the provision of additional financing of a temporary or medium-term character to support the transition program. The typical response has involved multilateral arrangements although these have been supplemented in some instances with bilateral agreements.

The International Monetary Fund has played a central role. Net disbursements and commitments to developing countries had increased significantly in the preceding two years and they expanded further during 1982. But the importance of IMF operations goes beyond the amounts of IMF resources supplied. Much of the funding provided by the Fund is conditional on a country adopting and implementing an adjustment program, and in many instances agreement on

a program with the IMF has been the key to additional resources from private and official lenders.

The timetable for increasing the Fund's resources has been speeded up. An increase of almost 50 per cent in the overall quotas of member countries has recently been negotiated and is awaiting individual country ratification. In addition, Canada and other leading industrial countries have negotiated a major restructuring of the General Arrangements to Borrow (GAB), tripling its size to approximately U.S.\$19 billion and making GAB funds potentially available to all IMF members in the event of a financial need too large to be handled using the Fund's normal resources.

A number of official credits have been organized through the Bank for International Settlements. These could be marshalled more promptly than the financing available from the Fund and have had the character of short-term bridging finance to allow the borrowers to meet their financial obligations until a satisfactory package of medium-term financing could be put in place. These bridging loans have been provided mainly by the BIS but are backed by the participating central banks. The total value of the central bank bridging facilities arranged to date through or in parallel with the BIS has amounted to U.S.\$4.3 billion. During 1982 the Bank of Canada, acting for Canada, participated in BIS credits to Mexico and Brazil. Its participation for these two countries combined amounted to U.S.\$230 million.

The commercial banks have been actively engaged in international refinancing operations. These activities have included arrangements, in concert with the international financial agencies, for the rescheduling of maturing debt and arrears and for providing a steady flow, even if reduced, of new borrowing to the countries concerned. The larger Canadian banks, which traditionally have been active in international lending, have been important participants in this exercise.

The Experience in Using Monetary Aggregates

The announcement by the Bank of Canada last November that it no longer has a specific target for the growth of the monetary aggregate M1 was interpreted in some quarters as indicating a fundamental change in the Bank's approach to monetary policy and in the current thrust of that policy. Neither is true. The decision was a purely practical one arising from the impact on M1 of recent major changes in the forms in which money balances are being held in Canada. This section provides a description of the Bank's experience with monetary aggregates as indicators of the rate of monetary expansion in the economy and as means for expressing targets for monetary policy.

The Bank has long had an interest in making use of movements over time in the various definitions of the quantity of money held by Canadians as a source of guidance for monetary policy. Research work at the Bank on the practical usefulness of these alternative definitions of money holdings by the public increased at the time of the outbreak of inflation in 1973-74. Aided by an expanding body of economic analysis relating to the role of money in the economy, this research revealed a relationship between movements in a narrow measure of money and the behaviour of the economy that could be used to improve monetary policy.

A second aspect of the policy re-

assessment at that time had to do with the results of earlier efforts to eliminate short-run cycles in economic activity through policy actions. Economic forecasts had not been sufficiently accurate or reliable to provide the basis for economic fine-tuning. Because of a tendency to err on the side of stimulus, there had been an inflationary bias in economic policies during the late 1960s and early 1970s. The conclusion was that monetary policy would be better if it used a longer term horizon.

These changes in policy approach led the Bank of Canada in late 1975 to announce a specific target range for the growth of M1, that is, the total of currency and chartered bank demand deposits held by the public. The Bank said that it intended to lower that range gradually over time. Thereafter the targets were lowered on a more or less annual basis. The Bank hoped that this quantitative information about the orientation of monetary policy would influence economic decisions throughout the economy in a way that would minimize the disruption involved in reducing the rate of inflation. The target ranges also established a standard for gauging the performance of the Bank in carrying out monetary policy.

This emphasis on the achievement of targets for M1 did not require any change in the process used by the Bank to implement monetary policy on a day-to-day basis. That process involves the provision by the

Target Growth Ranges for M1

Billions of dollars, seasonally adjusted
Ratio scale



Bank of the cash reserves underlying the financial system, and adjustments to the supply of these reserves have an influence on short-term market interest rates. The daily operating decisions of the Bank have thus been seen as involving the question of what influence to exert on the path of such interest rates. Because of the sensitivity of M1 to short-term interest rates, its trend relative to the target became a source of guidance for the Bank in making these decisions.

From the outset the Bank was careful to check the signals for monetary policy coming from this indicator of monetary expansion with those coming from the analysis of other economic and financial information. There were many reasons for this. One was that the usefulness of M1 as a target depended upon the stability of its relationship to the trend of spending and interest rates in the economy, and it was not

hard to imagine developments which could upset that stability. Changes in banking arrangements did in fact cause some slippage in the relationship during 1976-77 and again in 1980, and it became necessary to take these into account in setting subsequent M1 target ranges.

Another reason for checking M1 movements against other information was that M1 was not a good guide to the appropriate initial response of monetary policy to the inflationary shocks that the Canadian economy encountered from time to time. These typically resulted from downward pressures on the foreign exchange rate for the Canadian dollar. A sharp depreciation of the exchange rate would in due course generate a signal from M1 for higher interest rates, but only after the inflationary effects of the exchange rate change had worked through the economy. A more rapid response of interest rates was more consis-

tent with a monetary policy aimed at reducing inflation.

The Bank thus never regarded its M1 target system as some sort of automatic pilot for monetary policy. In the short run it was something to be taken into account along with other considerations. Over the longer term the target system served as a constant reminder of the need for a deceleration in the rate of monetary expansion over time if inflation was going to be brought down and as a check against cumulative error.

Over the past two years the relationship between M1 and economic developments has become so distorted that M1 can no longer be taken at its face value; it requires so much interpretation that it is, for the time being at any rate, no longer suitable for use as a monetary target. The combination of inflation, high interest rates, computer-based technology and competition among financial institutions has resulted in innovations in financial services that have permitted Canadians both to reduce appreciably the average size of balances they hold for making payments and to hold more of those balances in interest-earning forms not included in M1. Some examples will illustrate what has happened. Banks are now offering to an increasing number of business corporations the facilities for consolidating daily all the current account balances that a business may have throughout a city or across the country thereby enabling it to work with a lower average balance. In some cases, any surplus in the consolidated balance at the end of the day is automatically transferred on an overnight basis to an interest-earning account or to pay down the corporation's operating loan with the bank. Some businesses thus no longer hold any balance that would be recorded in M1. Under other arrangements the funds remain as a current account balance, and thus in M1, but earn a negotiated rate of return either in interest or in an offset against bank service charges.

Comparable changes have taken place in the facilities available to individu-

als. The introduction by banks in late 1979 of savings accounts that pay interest calculated on daily balances rather than on the minimum monthly balance has provided an increased incentive for individuals to transfer to these accounts any surpluses which arise, however briefly, in their non-interest-earning personal chequing accounts. As a result the average balances kept in the personal chequing account component of M1 have been reduced. Another important development has been the introduction of new accounts which offer both chequing privileges and a market rate of interest when the balance in the account is above some specified level. These accounts encourage individuals to give up separate chequing and savings deposits, and the termination of the chequing accounts reduces M1.

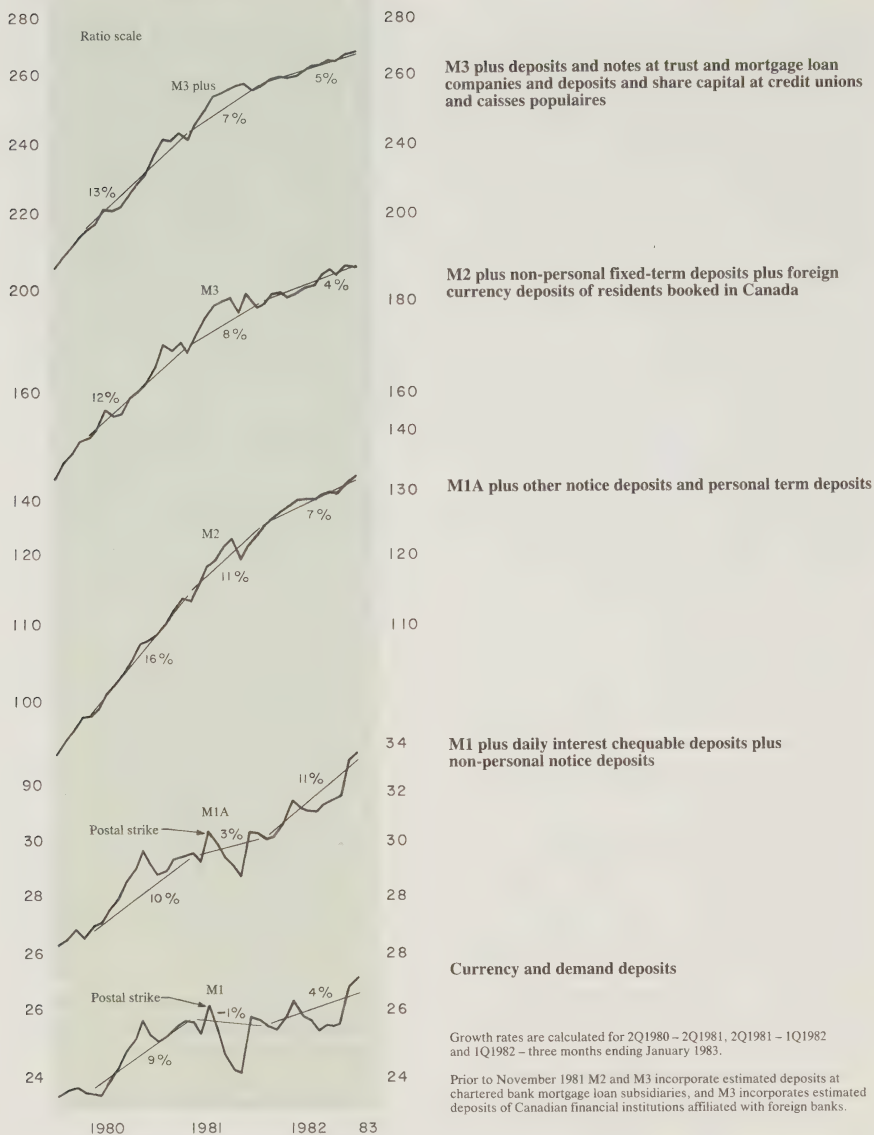
As a result of these innovations, a substantial reduction has taken place in the growth of M1 relative to that which one would have expected, given movements in total expenditures in the economy and interest rates. In principle the Bank could have adjusted its M1 target system to this development in either of two ways: by revising downward the target range or by broadening the definition of M1 in order to incorporate the changed forms in which transactions balances are now being held.

Work on an adjustment of the target levels was impeded by the statistical reporting problems mentioned in last year's Report but a more serious problem is that both the process of financial innovation and the response of bank customers have been rapid and continuing. Since neither can be reliably predicted, appropriate ranges for the future growth of M1 cannot be chosen with any confidence.

The Bank is continuing to explore the possibility of making use of a definition of transactions balances somewhat broader than M1. One aggregate that is being examined includes in addition to M1 those interest-bearing personal and business deposits to which most of the balances previously included in M1 appear to have shifted. A version of such an aggregate, tentatively

Selected Monetary Aggregates

Billions of dollars, seasonally adjusted



labelled M1A, is plotted along with other monetary aggregates on the opposite chart. With its broader coverage M1A has some advantages over M1 as an indicator of the trend of monetary expansion. Nevertheless, M1A has some deficiencies. One is that it does not, and no monetary aggregate can, take account of the effect of a reduction, rather than a shift, in the money balances held for transactions purposes consequent upon financial innovation. Another is that it has not been possible to find a way of including within it all transactions balances that have shifted out of M1 to other financial instruments. Yet another is that in order to take account of the significant quantity of transactions balances that have been moved from M1 to dual-purpose accounts, it has been necessary to include as well the appreciable savings balances held in these accounts.

Because of these shortcomings there is a considerable amount of variability in M1A which cannot be explained in terms of movements in total spending and interest rates. With financial innovations continuing to affect holdings of transactions balances, movements in M1A will likely continue to require a good deal of interpretation, and thus it would be premature to use it for target purposes at present. Such use of an aggregate like M1A depends on a return to more stability in the deposit arrangements used by holders of transactions balances.

The lack of a monetary aggregate that has a sufficiently stable relationship to the behaviour of the economy to be useful for setting targets does not mean that the Bank is without any indications about the rate of monetary expansion in the econ-

omy. Information about the underlying trend of monetary expansion can be drawn from the currently available monetary aggregates, despite their deficiencies, by interpreting their movements in the light of their particular characteristics, any relevant institutional changes and the broad economic and financial influences acting on them.

In the case of the broader aggregates the most prominent feature of their recent performance has been the pronounced deceleration from very high rates of expansion. During part of 1980 and 1981 their growth was inflated by the boom in the housing market and the large number of corporate takeovers because so much of this unusual activity was financed through the banks. The slowing that has taken place partly reflects the fall-off in that activity, but more fundamentally it reflects the slower advance in total spending in the economy. The broader aggregates are not sensitive in the short run to interest rates.

The paths traced by the narrower aggregates, M1 and M1A, reflect the movements of short-term interest rates as well as the slower rise of spending in the economy. In the second half of 1981 and into early 1982 the narrow aggregates understate the rate of monetary growth because of the innovations described earlier affecting transactions balances, with M1A being affected to a lesser extent than M1. More recently the large interest rate declines have lowered the costs of holding non-interest-earning transactions deposits. This has resulted in a substantial rebuilding of those deposits even though the shifts associated with the financial innovations have continued.

Debt Management and Foreign Exchange Operations

Debt Management

In 1982 the Bank of Canada, in its capacity as fiscal agent for the Government of Canada, was involved in borrowing activities which increased the Government's domestic debt outstanding by almost \$18 billion. This amount was marginally less than the Government's net Canadian dollar financing requirements for the year.

The Government's cash balances were high at the beginning of the year as a consequence of the very large sales of Canada Savings Bonds in the fall of 1981, and there were substantial inflows in the first half of the year from sales of U.S. dollars in the foreign exchange market, especially towards the end of that period. Consequently the borrowing program was concentrated in the second half. During that period the Government's financing requirements rose rapidly. Most of this rise reflected the impact of fiscal operations, but it was boosted by the use of Canadian dollars to purchase foreign exchange reserves as the Canadian dollar strengthened.

A feature of the marketable bond operations in 1982 was the shorter average term to maturity than in 1981 of instruments offered to the public. The use of mid-term bonds that include an option to the investor to extend the initial terms of the instrument was less frequent than in the preceding year. This "extendible" feature was used

only in January and on three occasions during the summer – periods when conditions in financial markets were especially uncertain. Gross issues of "extendibles" amounted to \$2.3 billion in 1982 (25 per cent of total gross issues) compared to their use on eight occasions in 1981 amounting to \$4 billion (or 44 per cent of gross issues). The bond program placed less reliance on very long-term issues and more on issues in the 10-year term to maturity area. Gross issues of 10-year bonds amounted to \$2.2 billion (about 25 per cent of total gross issues). Until the spring of 1982 10-year bonds had not been offered since early 1980. Only \$650 million of bonds with a term to maturity of more than 10 years were issued during the year compared with \$1.6 billion in 1981.

For the 1982-83 Canada Savings Bond campaign the interest rate was established at 12 per cent for the first year beginning November 1, 1982 and at a minimum of 8½ per cent for each of the remaining six years to maturity. It was also announced that the 12 per cent rate would apply to all outstanding series for the year beginning in November. These terms were announced on October 7 – some four weeks later than the typical announcement date of recent campaigns. This change was achieved by administrative streamlining and by delaying the dates of the payroll sales campaign. Interest rates fell somewhat between the October 7 announcement date and the beginning of cash sales on October 25, thereby increasing the attractiveness of the savings bonds. Gross sales were almost \$11½ billion – second only to the record volume of one year earlier. The bonds were withdrawn from sale on November 8.

A summary of the changes in the distribution of outstanding debt of the Government of Canada in the following table shows that holdings by the general public accounted for virtually all the net increase – of which

Summary of the Changes in Canadian Dollar Financing for the Government of Canada

	1982	
	Jan.-June	July-Dec.
Treasury bills	-0.6	+ 5.6
Marketable bonds	+0.9	+ 3.7
Sub-total	+0.3	+ 9.3
Canada Savings Bonds	-1.0	+ 9.0
Total	-0.7	+18.3

almost half was accounted for by Canada Savings Bonds. The recorded reduction in the Bank of Canada's holdings of government securities, which tend to grow over time, reflected temporary fluctuations within the Bank of Canada's balance sheet.

At the end of 1982 Canada Savings Bonds represented 31.5 per cent of total domestic debt compared to 28.7 per cent one year earlier. Marketable bonds declined from 48.1 per cent to 44.4 per cent of the total in 1982 and treasury bills represented 24 per cent of the debt outstanding, slightly higher than at the end of the previous year. The average term to maturity of the general public's holdings of marketable debt fell to 6.6 years in December 1982 from 8.0 years

and 8.7 years at the end of 1981 and 1980 respectively.

The Bank of Canada assisted the Government in arranging three bond issues in foreign financial markets during the year. They raised the foreign currency equivalent of about 1.3 billion Canadian dollars. These borrowings were undertaken during the first half of the year. The first, in March, involved a private placement of 400 million Swiss franc (SFr.) 5-year notes, the proceeds of which were applied to the redemption of a maturing SFr. 700 million fixed-term note that had been arranged by the Government in 1979. The second borrowing, in April, in the German capital market, was a public offering of 200 million Deutsche mark (DM) 7-year notes. The proceeds of this operation were applied to a maturing DM 400 million fixed-rate loan that had been arranged in 1978. The third financing, in the Eurobond market in June, raised U.S.\$750 million in the form of 5-year notes. The details of these issues are shown in Appendix Table IV.

The existing agreement for a U.S. dollar standby credit between the Government of Canada and a group of U.S. and other foreign banks was increased in September from U.S.\$3 billion to U.S.\$4 billion. Until June 23, 1985 Canada retains the right to borrow up to U.S.\$1.5 billion at either the U.S. prime rate or at the London Interbank Offered Rate (LIBOR) plus $\frac{1}{4}$ of one percentage point, at its option. On advances in excess of U.S.\$1.5 billion, Canada would pay either the U.S. prime rate plus $\frac{1}{8}$ of one percentage point or LIBOR plus $\frac{3}{8}$ of one percentage point, at its option. In each year after June 23, 1985, the U.S.\$1.5 billion available at the lower rate will automatically be reduced in steps, reaching 75 per cent of that amount in the year before the maturity of the facility on June 23, 1988.

Foreign Exchange Operations

Official foreign exchange market operations of the Bank of Canada, as agent for the Exchange Fund Account of the Minister

Summary of Changes in Government of Canada Securities Outstanding During 1982

Billions of dollars (par value)

Treasury bills	+ 5.0
Marketable bonds	+ 4.6
Canada Savings Bonds	+ 8.0
Total	+ 17.6
Held by:	
Bank of Canada	
Treasury bills	- 3.0
Marketable bonds	+ 1.3
Total	- 1.7
Chartered Banks	
Treasury bills*	+ 1.6
Marketable bonds*	+ 0.1
Total	+ 1.7
Government Accounts	
Treasury bills	+ 0.1
Marketable bonds	+ 0.2
Total	+ 0.3
General Public	
Treasury bills*	+ 6.3
Marketable bonds*	+ 3.0
Canada Savings Bonds	+ 8.0
Total	+ 17.3

*Estimated

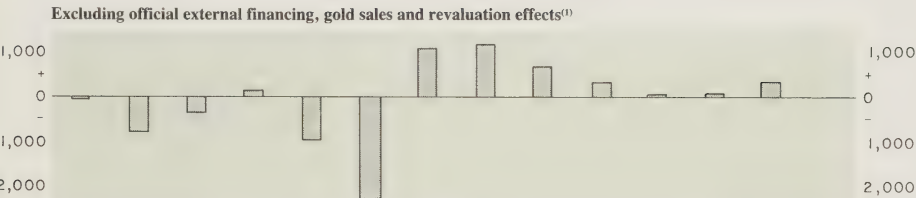
Exchange Rate

Spot closing rates, daily

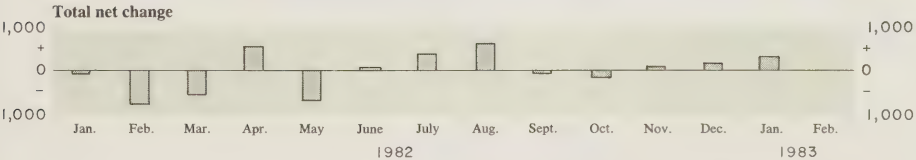
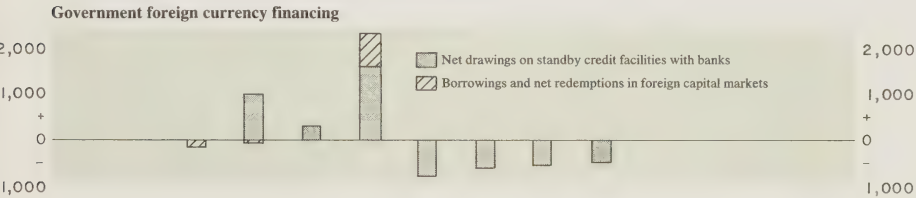


Changes in Official Reserves

Millions of U.S. dollars, monthly



⁽¹⁾The U.S. dollar value of SDR-denominated assets (gold, the IMF position and SDRs) rises when the exchange rate of the U.S. dollar declines in terms of SDRs, and decreases when the opposite occurs.



Last date plotted: exchange rate February 25, 1983
official reserves January, 1983

of Finance, continued to be directed towards dampening excessive fluctuations in the exchange rate. There were periods of pressure on the rate in both directions during the year, involving both large purchases and sales of foreign exchange. Canada's official holdings of foreign exchange were supplemented as required by drawings on the Government of Canada's standby credit facilities with both Canadian and foreign banks. In June outstanding drawings reached U.S.\$2.4 billion but by year-end all

outstanding drawings had been repaid. Changes in the outstanding foreign debt of the Government also had an impact on the level of reserves. During the year there were some further small sales of gold and SDRs for U.S. dollars.

Canada's official international reserve holdings were the equivalent of U.S.\$4,371.1 million at the end of 1981, U.S.\$3,793.2 million at the end of 1982 and U.S.\$4,109.5 million at the end of January, 1983.

Appendix Tables

APPENDIX TABLE I

Bank of Canada Assets and Liabilities

Monthly changes, millions of dollars

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities		
					Chartered banks	Government of Canada	Other
1982							
January	- 904	+ 3	+ 210	- 1,075	+ 796	- 336	- 76
February	- 305	+ 65	- 68	- 80	- 233	- 19	+ 24
March	+ 1,004	- 62	- 362	+ 172	- 586	+ 1,018	- 24
April	- 941	+ 11	+ 124	+ 74	- 84	- 783	- 13
May	+ 246	- 6	- 482	+ 374	- 447	- 199	+ 30
June	+ 408	+ 7	- 10	+ 439	- 173	+ 151	- 12
July	- 1,030	+ 780	+ 915	+ 51	+ 784	- 186	+ 16
August	+ 143	+ 283	- 825	- 80	- 296	- 14	- 9
September	- 831	- 90	+ 251	- 79	- 571	- 9	- 11
October	+ 4	- 114	+ 433	+ 14	+ 206	+ 67	+ 36
November	+ 1,285	- 852	- 544	+ 222	- 246	- 41	- 46
December	- 622	+ 1,276	+ 914	+ 1,052	+ 411	+ 48	+ 57
	<u>- 1,543</u>	<u>+ 1,301</u>	<u>+ 556</u>	<u>+ 1,084</u>	<u>- 439</u>	<u>- 303</u>	<u>- 28</u>
1983							
January	+ 654	- 1,163	- 987	- 1,289	- 106	- 71	- 30

APPENDIX TABLE II

Chartered Bank Cash Reserves

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Total minimum cash requirements	Average holdings of statutory coin and Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of juridical days in period
1982						
January	1-15	7,816	1,852	5,964	6,035	10
	16-31				6,000	10
February	1-15	7,667	2,084	5,583	5,661	11
	16-28				5,603	9
March	1-15	7,124	1,883	5,240	5,289	11
	16-31				5,319	12
April	1-15	6,949	1,829	5,119	5,197	10
	16-30				5,168	11
May	1-15	6,469	1,848	4,621	4,654	10
	16-31				4,667	10
June	1-15	6,425	1,914	4,511	4,599	11
	16-30				4,603	11
July	1-15	6,726	1,965	4,761	4,799	10
	16-31				4,825	11
August	1-15	6,866	1,932	4,933	4,978	10
	16-31				4,997	12
September	1-15	6,383	2,004	4,379	4,435	10
	16-30				4,416	11
October	1-15	6,358	1,985	4,373	4,413	10
	16-31				4,493	10
November	1-15	6,350	1,991	4,359	4,429	10
	16-30				4,436	11
December	1-15	6,430	1,985	4,445	4,481	11
	16-31				4,513	10
1983						
January	1-15	6,742	2,001	4,741	4,795	9
	16-31				4,827	11
February	1-15	6,883	2,356	4,526	4,575	11

(1) Advances to banks and Purchase and Resale Agreements with money market dealers summed and divided by number of juridical days.

Excess cash reserves		Advances to chartered banks and PRA outstanding			
Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Number of days outstanding		Average outstanding ⁽¹⁾	
		Advances		Advances	
			PRA		PRA
705	.045	—	5	—	83.5
358	.023	2	6	6.1	58.6
853	.050	1	9	1.3	122.2
177	.013	1	4	7.7	71.2
532	.032	2	11	21.8	243.3
940	.051	—	9	—	173.9
776	.051	1	4	0.3	45.1
530	.031	1	4	0.7	47.3
331	.023	2	10	12.9	169.0
464	.033	1	10	0.1	191.3
965	.061	2	9	0.2	146.4
1,010	.064	2	6	3.9	35.6
380	.025	3	5	29.4	50.8
713	.043	2	10	25.5	182.9
444	.029	4	9	4.9	201.3
761	.042	3	11	4.3	251.5
563	.038	—	7	—	144.1
412	.025	1	10	5.5	209.5
398	.026	2	10	22.7	217.0
1,197	.080	—	10	—	265.4
695	.046	1	9	23.5	204.6
847	.051	2	10	3.1	224.8
400	.024	2	9	8.1	190.1
676	.045	3	8	22.6	211.4
485	.036	3	9	45.6	267.0
939	.057	3	10	2.9	255.1
535	.033	1	4	7.7	89.7

APPENDIX TABLE III

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and Bankers' Acceptances

Delivered basis, par value in millions of dollars

Net purchases from (+) or net sales to (–) investment dealers and banks									
	Treasury bills	Bonds ⁽¹⁾				Bankers' acceptances ⁽²⁾	Total of bills, bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA	
		3 years and under	3–5 years	5–10 years	Over 10 years				
1982									
January	– 105.0	–	–	–	–	–	– 105.0	+	0.0
February	+ 30.0	–	–	–	–	–	+ 30.0	+	0.0
March	+ 270.0	–	–	–	–	–	+ 270.0	+	196.5
April	– 229.0	–	–	–	–	–	– 229.0	–	196.5
May	+ 44.0	–	–	–	–	–	+ 44.0	+	162.6
June	+ 367.0	–	–	–	–	–	+ 367.0	–	162.6
July	–1,102.0	+ 29.3	+ 57.5	–	–	–	–1,015.2	+	32.6
August	+ 172.0	–	–	–	–	–	+ 172.0	+	239.2
September	– 591.5	+ 13.4	–13.4	–	–	–	– 591.5	–	19.1
October	– 356.5	+ 204.8	–84.0	– 70.8	– 50.0	–	– 356.5	–	234.7
November	+ 454.5	–	–	–	–	–	+ 454.5	+	285.8
December	– 706.0	+ 186.1	–27.9	–158.2	–	–	– 706.0	–	303.8
Total	<u>–1,752.5</u>	<u>+ 433.6</u>	<u>–67.8</u>	<u>–229.0</u>	<u>– 50.0</u>	<u>–</u>	<u>–1,665.7</u>	<u>+</u>	<u>0.0</u>
1983									
January	+ 236.6	+ 21.6	– 3.5	– 18.1	–	–	+ 236.6	+	288.0

⁽¹⁾ Classified by years to maturity at time of transactions.

⁽²⁾ Includes maturing bankers' acceptances.

Net transactions with Government and other client accounts

Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (-) government accounts and client accounts		Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
- 674.7	-	- 144.6	+ 1.8	- 924.3	+ 1.8	-	- 922.5
- 31.9	- 129.9	- 191.8	+ 2.7	- 193.7	- 127.2	-	- 320.9
+ 461.3	+ 325.0	- 232.5	+ 0.4	+ 671.3	+ 349.4	-	+ 1,020.7
+ 181.3	- 331.8	- 384.8	+ 0.5	- 605.0	- 355.3	-	- 960.3
+ 115.7	+ 150.0	- 233.1	- 10.6	+ 89.2	+ 139.4	-	+ 228.6
+ 445.7	+ 150.0	- 389.4	+ 9.1	+ 260.7	+ 159.1	-	+ 419.8
+ 236.3	+ 72.3	- 379.4	+ 0.9	- 1,212.5	+ 160.0	-	- 1,052.5
- 286.8	+ 200.0	- 195.4	- 0.1	- 81.0	+ 209.9	-	+ 128.9
- 168.8	+ 200.0	- 277.4	- 1.2	- 1,047.9	+ 189.9	-	- 858.0
+ 699.6	+ 122.9	- 242.6	+ 0.8	- 133.1	+ 122.6	-	- 10.5
+ 506.1	+ 400.0	- 352.9	+ 0.6	+ 893.5	+ 400.6	-	+ 1,294.1
+ 714.4	+ 71.9	- 369.6	- 50.4	- 665.0	+ 21.5	-	- 643.5
<u>+ 2,198.2</u>	<u>+ 1,230.4</u>	<u>- 3,393.5</u>	<u>- 45.5</u>	<u>- 2,947.8</u>	<u>+ 1,271.7</u>	<u>-</u>	<u>- 1,676.1</u>
+ 533.0	-	- 397.2	+ 0.9	+ 649.4	+ 11.9	-	+ 661.3

APPENDIX TABLE IV

Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities*: New Issues and Retirements

Date in 1982	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct and guaranteed					
Feb.	1	9¼% Feb. 1, 1982			593 ⁽¹⁾
		9¾% Feb. 1, 1982			475 ⁽²⁾
		16% Aug. 1, 1984	2 yrs. 6 mos.	16.00	150
		15½% Feb. 1, 1987	5 yrs.	15.50	650 ⁽³⁾
					800
Mar.	31	15% Aug. 1, 1984	2 yrs. 4 mos.	15.10	225
		15% Mar. 15, 1987	4 yrs. 11½ mos.	15.14	400
		15½% Mar. 15, 2002	19 yrs. 11½ mos.	15.54	200
					825
Apr.	1	7¾% Apr. 1, 1982			675 ⁽⁴⁾
					162 ⁽⁵⁾
May	1	15% Aug. 1, 1984	2 yrs. 3 mos.	14.91	100 ⁽⁶⁾
		15% Mar. 15, 1987	4 yrs. 10½ mos.	14.84	400 ⁽⁷⁾
		15½% Mar. 15, 2002	19 yrs. 10½ mos.	15.41	150 ⁽⁸⁾
					650
June	1	14¾% Dec. 15, 1984	2 yrs. 6½ mos.	14.94	100
		14¾% June 1, 1987	5 yrs.	15.04	250
		15% June 1, 1992	10 yrs.	15.15	200
					550
July	1	7½% July 1, 1982			1 ⁽⁹⁾
		8% July 1, 1982			900 ⁽¹⁰⁾
		15½% July 1, 1985	3 yrs.	16.00	350
		15% July 1, 1987	5 yrs.	15.37	400 ⁽¹¹⁾
					750
Aug.	1	16% Aug. 1, 1984	2 yrs.	16.00	150 ⁽¹²⁾
		15½% Feb. 1, 1987	4 yrs. 6 mos.	15.58	600 ⁽¹³⁾
					750
Sept.	1	14½% Sept. 1, 1985	3 yrs.	14.67	200
		14¼% Sept. 1, 1987	5 yrs.	14.47	650 ⁽¹⁴⁾
					850
Oct.	15	8% Oct. 15, 1982			475 ⁽¹⁵⁾
		10¾% Oct. 15, 1982			200 ⁽¹⁶⁾
		12¼% Oct. 15, 1982			150 ⁽¹⁷⁾
		12¾% Oct. 1, 1985	2 yrs. 11½ mos.	12.85	150
		13% Oct. 15, 1987	5 yrs.	13.00	450

Date in 1982	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Oct. 15	13½% Oct. 15, 1992 13¾% Mar. 15, 2000	10 yrs. 17 yrs. 5 mos.	13.69 13.90	400 300 ⁽¹⁸⁾ <u>1,300</u>	
Nov. 1	12% Nov. 15, 1987 12¾% Nov. 15, 1992	5 yrs. ½ mo. 10 yrs. ½ mo.	12.00 12.75	200 500 <u>700</u>	
Nov. 22	10¾% Oct. 1, 1985 11¾% Dec. 15, 1992	2 yrs. 10½ mos. 10 yrs. 1 mo.	10.75 11.75	175 ⁽¹⁹⁾ 525 <u>700</u>	
Dec. 1					6 ⁽²⁰⁾
Dec. 15	11¾% Dec. 15, 1982				875 ⁽²¹⁾
	10¾% Oct. 1, 1985 11% Dec. 15, 1987 11¾% Dec. 15, 1992	2 yrs. 9½ mos. 5 yrs. 10 yrs.	10.82 11.33 12.01	350 ⁽²²⁾ 325 575 ⁽²³⁾ <u>1,250</u>	
	Total bonds			9,125	4,512
	Total treasury bills*			<u>63,000</u>	<u>57,975</u>
Issues payable in foreign currencies – direct					
Mar. 8	SFr. 400 million 7¼% notes due Mar. 8, 1987	5 yrs.		264 ⁽²⁴⁾	
Apr. 15					1 ⁽²⁵⁾
Apr. 29	DM 200 million 8½% notes due Apr. 30, 1989	7 yrs.		105 ⁽²⁶⁾	
June 16	U.S.\$750 million 14¾% notes due June 16, 1987	5 yrs.		962 ⁽²⁷⁾	
Oct. 15					1 ⁽²⁵⁾
	Total notes and bonds			<u>1,331</u>	<u>2</u>

(Continued)

(Continued)

- * Includes three-month, six-month and one-year treasury bills.
- (1) Maturity of 9¼% bonds issued June 15, 1974.
- (2) Maturity of 9¼% bonds issued December 15, 1978, February 1, 1979, March 15, 1979, June 1, 1979 and July 15, 1979.
- (3) Exchangeable at the option of the holder, on or before October 31, 1986, into an equal par value of 15½% bonds due February 1, 1992 yielding about 15.50% from February 1, 1982 to maturity in 1992.
- (4) Maturity of 7¾% bonds issued February 1, 1977 and April 1, 1977.
- (5) Cancellation of \$29.3 million 9½% June 15, 1994 bonds, \$25.5 million 10% October 1, 1995 bonds, \$24.0 million 9¼% May 15, 1997 bonds, \$14.5 million 9% October 15, 1999 bonds, \$12.5 million 9¾% December 15, 2000 bonds, \$32.5 million 9½% October 1, 2001 bonds, \$6.0 million 8¾% February 1, 2002 bonds and \$18.0 million 9½% October 1, 2003 bonds, by Purchase Fund.
- (6) In addition to \$225 million 15% August 1, 1984 already outstanding.
- (7) In addition to \$400 million 15% March 15, 1987 already outstanding.
- (8) In addition to \$200 million 15½% March 15, 2002 already outstanding.
- (9) Maturity of 7½% bonds issued July 1, 1977.
- (10) Maturity of 8% bonds issued May 15, 1977, July 1, 1977 and September 1, 1977.
- (11) Exchangeable at the option of the holder, on or before April 1, 1987, into an equal par value of 15% bonds due July 1, 1992 yielding about 15.25% from July 1, 1982 to maturity in 1992.
- (12) In addition to \$150 million 16% August 1, 1984 already outstanding.
- (13) In addition to \$650 million 15½% February 1, 1987 already outstanding. Exchangeable at the option of the holder, on or before October 31, 1986, into an equal par value of 15½% bonds due February 1, 1992 yielding about 15.55% from August 1, 1982 to maturity in 1992.
- (14) Exchangeable at the option of the holder, on or before June 1, 1987, into an equal par value of 14¼% bonds due September 1, 1992 yielding about 14.39% from September 1, 1982 to maturity in 1992.
- (15) Maturity of 8% bonds issued October 15, 1977 and December 15, 1977.
- (16) Maturity of 10¼% bonds issued October 1, 1979.
- (17) Maturity of 12¼% bonds issued October 1, 1980.
- (18) In addition to \$750 million 13¾% March 15, 2000 already outstanding.
- (19) In addition to \$325 million 10¾% October 1, 1985 already outstanding.
- (20) Cancellation of guaranteed debt by Purchase Funds.
- (21) Maturity of 11¾% bonds issued December 15, 1979 and February 1, 1980.
- (22) In addition to \$500 million 10¾% October 1, 1985 already outstanding.
- (23) In addition to \$525 million 11¾% December 15, 1992 already outstanding.
- (24) Proceeds of the issue applied towards redemption of a SFr. 700 million 2½% loan issued March 8, 1979 and maturing March 8, 1982.
- (25) Partial redemption at par of U.S. pay 5% October 15, 1987 bonds for Sinking Fund.
- (26) Proceeds of the issue applied towards redemption of a DM 400 million 5% loan issued May 2, 1978 and maturing April 30, 1982.
- (27) Issued in the Euro-U.S. market.

BANK OF CANADA Statement of Revenue and Expense

Year Ended December 31, 1982
(with comparative figures for 1981)

	1982	1981
	(thousands of dollars)	
REVENUE		
Revenue from investments and other sources after deducting interest of \$5,129 (\$6,399 in 1981) paid on deposits	\$1,986,072	\$1,945,575
EXPENSE		
Salaries ⁽¹⁾	\$ 42,857	\$ 35,837
Contributions to pension and insurance funds ⁽¹⁾	5,329	5,208
Other staff expenses ⁽²⁾	1,680	1,402
Directors' fees	98	83
Auditors' fees and expenses	297	259
Taxes – municipal and business	6,100	5,618
Bank note costs	25,372	21,318
Data processing and computer costs	4,669	4,315
Maintenance of premises and equipment – net ⁽³⁾	8,378	7,431
Printing of publications	591	542
Other printing and stationery	1,387	1,238
Postage and express	1,400	849
Telecommunications	1,348	1,144
Travel and staff transfers	1,405	1,464
Other expenses	970	668
	101,881	87,376
Depreciation on buildings and equipment	5,717	5,020
	107,598	92,396
NET REVENUE PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	\$1,878,474	\$1,853,179

(1) Salaries, including overtime, and related contributions to pension and insurance funds for bank staff other than those engaged in building maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time and overtime work) was 2,015 in 1982 compared with 1,960 in 1981 but there was a significant shift over the period in the mix of employees towards higher skilled categories.

(2) Includes cafeteria expenses, retirement allowances, educational training costs and medical expenses.

(3) Includes all building maintenance costs (including staff costs) but net of rental income.

(See accompanying notes to the financial statements)

BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1982
(with comparative figures for 1981)

ASSETS	1982	1981
	(thousands of dollars)	
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	\$ 259,438	\$ 165,605
Other currencies	4,427	6,562
	<u>263,865</u>	<u>172,167</u>
Advances to members of the Canadian Payments Association .	<u>143,000</u>	<u>38,000</u>
Investments — at amortized values:		
Treasury bills of Canada	2,426,499	5,245,872
Other securities issued or guaranteed by		
Canada maturing within three years	4,696,898	4,185,217
Other securities issued or guaranteed by		
Canada not maturing within three years	8,247,778	7,483,569
Other investments	<u>1,240,867</u>	<u>2,633</u>
	<u>16,612,042</u>	<u>16,917,291</u>
Bank premises:		
Land, buildings and equipment, at cost		
less accumulated depreciation	<u>82,210</u>	<u>78,993</u>
Cheques drawn on other banks	<u>1,635,404</u>	<u>1,627,744</u>
Accrued interest on investments	<u>387,644</u>	<u>315,285</u>
Collections and payments in process of settlement		
Government of Canada (net)	<u>283,778</u>	<u>—</u>
Other assets	<u>14,964</u>	<u>4,457</u>
	<u><u>\$19,422,907</u></u>	<u><u>\$19,153,937</u></u>

LIABILITIES

	1982	1981
	(thousands of dollars)	
Capital paid up	\$ 5,000	\$ 5,000
Rest fund	25,000	25,000
Notes in circulation	12,718,781	11,635,604
Deposits:		
Government of Canada	81,016	384,194
Chartered banks	4,838,438	5,278,349
Other deposits	162,585	189,861
	5,082,039	5,852,404
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	80,608	51,700
Other	147	236
	80,755	51,936
Bank of Canada cheques outstanding	1,506,187	1,061,312
Collections and payments in process of settlement:		
Government of Canada (net)	—	516,579
Other	—	915
	—	517,494
Other liabilities	5,145	5,187
	\$19,422,907	\$19,153,937

Governor, G. K. BOUEY**Chief Accountant, A. C. LAMB**

Auditors' Report We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1982 and the statement of revenue and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1982 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ & ASSOCIÉS**CLARKSON GORDON**

Ottawa, Canada, January 12, 1983

(See accompanying notes to the financial statements)

BANK OF CANADA Notes to the Financial Statements December 31, 1982

1. Significant Accounting Policies

The financial statements have been prepared within the framework of the accounting policies summarized below.

a. Form of Presentation

The form of the statement of assets and liabilities meets the requirements of the Bank of Canada Act.

b. Revenues and Expenses

Revenues and expenses have been accounted for on the accrual basis.

c. Investments

In accordance with the requirements of the Bank of Canada Act, these assets have been recorded at their cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition have been included in income.

d. Translation of Foreign Currencies

Assets and liabilities in foreign currencies have been translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end.

e. Depreciation

Depreciation has been recorded at the following annual rates applied on the declining balance method:

Buildings	5%
Equipment	20%

2. Contingent Liability

During 1982, the Bank agreed with the Bank for International Settlements to participate in an international initiative to provide short-term credit facilities to the Banco de Mexico and the Banco Central do Brasil. The Bank's potential liability under these agreements is limited to U.S.\$230,000,000 (Cdn \$282,624,000 at December 31, 1982 exchange rate) and would only be incurred if repayments due under these credit facilities were not met.

Board of Directors

G. K. BOUEY	OTTAWA Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
J. CLARRY	TORONTO, ONT.
E. H. FINN	OTTAWA, ONT.
J. H. FRASER	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
S. KANEE	WINNIPEG, MAN. <i>Member of the Executive Committee</i>
A. A. LEBOUTHILLIER	CARAQUET, N.B.
J. R. LONGSTAFFE	VANCOUVER, B.C.
J. S. PALMER	CALGARY, ALTA.
M ^{ME} Y. LEFEBVRE-RICHARD	MONTREAL, QUE. <i>Member of the Executive Committee</i>
J. A. STACK	SASKATOON, SASK. <i>Member of the Executive Committee</i>
M. WOODWARD	GOOSE BAY, NFLD.
Ex-officio	
M. A. COHEN	OTTAWA Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>

Principal Officers

G. K. BOUEY, *Governor*
R. W. LAWSON, *Senior Deputy Governor*

*A. JUBINVILLE, <i>Deputy Governor</i>	D. J. R. HUMPHREYS, <i>Deputy Governor</i>
J. W. CROW, <i>Deputy Governor</i>	J. N. R. WILSON, <i>Adviser</i>
J. BUSSIÈRES, <i>Adviser</i>	W. A. MCKAY, <i>Adviser</i>
G. G. THIESSEN, <i>Adviser</i>	S. VACHON, <i>Adviser</i>
**J. S. ROBERTS, <i>Associate Adviser</i>	W. CHEVELDAYOFF, <i>Associate Adviser</i>
J. CLÉMENT, <i>Associate Adviser</i>	T. E. NOËL, <i>Secretary</i>

*On leave of absence with the Bank of Zaire under an IMF Technical Assistance Program

**On leave of absence as Interim General Manager of the Canadian Payments Association

Securities Department

F. FAURE, <i>Chief</i>	
V. O'REGAN, <i>Deputy Chief</i>	I. D. CLUNIE, <i>Securities Adviser</i>
S. L. HARRIS, <i>Securities Adviser</i>	N. CLOSE, <i>Securities Adviser</i>

Research Department

W. R. WHITE, *Chief*
J.-P. AUBRY, *Deputy Chief*

Department of Monetary and Financial Analysis

C. FREEDMAN, *Chief*
P. R. MASSON, *Deputy Chief*

International Department

W. E. ALEXANDER, *Chief*
R. F. S. JARRETT, *Chief, Foreign Exchange Operations* K. J. CLINTON, *Research Adviser*

Department of Banking Operations

D. G. M. BENNETT, <i>Chief</i>	
C. A. ST. LOUIS, <i>Deputy Chief</i>	W. R. MELBOURN, <i>Deputy Chief</i>
G. B. MAY, <i>Banking Operations Adviser</i>	E. W. CHINN, <i>Banking Operations Adviser</i>

Public Debt Department

J. M. ANDREWS, *Chief*

Secretary's Department

T. E. NOËL, *Secretary*
R. L. FLETT, *Associate Secretary*
J. M. MCCORMACK, *Coordinator, Systems Planning* H. A. D. SCOTT, *Special Adviser*

Computer Services Department

G. M. PIKE, *Chief*
D. W. MACDONALD, *Deputy Chief*

Personnel Department

J. E. H. CONDER, *Chief*

Department of Premises Management

R. H. OSBORNE, *Chief*
K. W. KAINE, *Deputy Chief*

Comptroller's Department

A. C. LAMB, *Comptroller and Chief Accountant*
C. J. STEPHENSON, *Deputy Comptroller*

Audit Department

J. M. E. MORIN, *Auditor*
M. MUZYKA, *Deputy Auditor*

Regional Representatives and Agencies

Securities Department

TORONTO	D. R. CAMERON, <i>Chief, Toronto Division</i>
MONTREAL	J. CLÉMENT, <i>Chief, Montreal Division</i>
VANCOUVER	E. F. TIMM, <i>Representative</i>
EDMONTON	A. G. KEITH, <i>Representative</i>

International Department

TORONTO	D. R. STEPHENSON, <i>Foreign Exchange Adviser</i>
MONTREAL	G. HOOJA, <i>Foreign Exchange Representative</i>

Department of Banking Operations

HALIFAX	R. E. BURGESS, <i>Agent</i>
SAINT JOHN, N.B.	J. HUGHES, <i>Agent</i>
MONTREAL	R. MARCOTTE, <i>Agent</i>
	K. D. McDONALD, <i>Assistant Agent</i>
OTTAWA	G. H. SMITH, <i>Agent</i>
TORONTO	C. R. TOUSAW, <i>Agent</i>
	K. T. MCGILL, <i>Deputy Agent</i>
	C. P. DESAUTELS, <i>Assistant Agent</i>
WINNIPEG	A. H. POTTER, <i>Agent</i>
REGINA	G. L. PAGE, <i>Agent</i>
CALGARY	R. E. A. ROBERTSON, <i>Agent</i>
VANCOUVER	D. G. WARNER, <i>Agent</i>

Département des Valeurs	
TORONTO	D. R. CAMERON, <i>Chef, Bureau de Toronto</i>
MONTREAL	J. CLEMENT, <i>Chef, Bureau de Montréal</i>
VANCOUVER	E. F. TIMM, <i>Représentant</i>
EDMONTON	A. G. KEITH, <i>Représentant</i>
Département des Relations internationales	
TORONTO	D. R. STEPHENSON, <i>Cambiste-conseil</i>
MONTREAL	G. HOOJA, <i>Représentant des Opérations sur devises</i>
Département des Opérations bancaires	
HALIFAX	R. E. BURGESS, <i>Agent</i>
SAINT-JEAN (N.-B.)	J. HUGHES, <i>Agent</i>
MONTREAL	R. MARCOTTE, <i>Agent</i>
K. D. McDONALD, <i>Agent adjoint</i>	
OTTAWA	G. H. SMITH, <i>Agent</i>
TORONTO	C. R. TOUSAW, <i>Agent</i>
K. T. MCGILL, <i>Sous-agent</i>	
C. P. DESAUTELS, <i>Agent adjoint</i>	
WINNIPEG	A. H. POTTER, <i>Agent</i>
REGINA	G. L. PAGE, <i>Agent</i>
CALGARY	R. E. A. ROBERTSON, <i>Agent</i>
VANCOUVER	D. G. WARNER, <i>Agent</i>

G. K. BOUEY, *Gouverneur*
 R. W. LAWSON, *Premier sous-gouverneur*
 D. J. R. HUMPHREYS, *Sous-gouverneur*
 J. N. R. WILSON, *Conseiller*
 W. A. MCKAY, *Conseiller*
 S. VACHON, *Conseiller*
 W. CHEVELDAYOFF, *Conseiller associé*
 T. E. NOËL, *Secrétaire*
 **Détaché à la Banque du Zaïre dans le cadre d'un programme d'assistance technique général intermédiaire
 **Détaché à l'Association canadienne des paiements en qualité de Directeur général intermédiaire

Département des Valeurs
 F. FAURE, *Chef*
 V. O'REGAN, *Sous-chef*
 S. L. HARRIS, *Conseiller en valeurs*
 I. D. CLUNIE, *Conseiller en valeurs*
 N. CLOSE, *Conseiller en valeurs*

Département des Recherches
 W. R. WHITE, *Chef*
 J.-P. AUBRY, *Sous-chef*
Département des Etudes monétaires et financières
 C. FREEDMAN, *Chef*
 P. R. MASSON, *Sous-chef*

Département des Relations internationales
 W. E. ALEXANDER, *Chef*
 R. F. S. JARRETT, *Chef de la Section des opérations sur devises*
 K. J. CLINTON, *Conseiller en recherches*
Département des Opérations bancaires
 D. G. M. BENNETT, *Chef*
 W. R. MELBOURN, *Sous-chef*
 G. B. MAY, *Conseiller aux opérations bancaires*
 E. W. CHINN, *Conseiller aux opérations bancaires*

Département de la Dette publique
 J. M. ANDREWS, *Chef*
Secrétariat
 T. E. NOËL, *Secrétaire*
 R. L. FLETT, *Secrétaire associé*
 J. M. MCCORMACK, *Coordonnateur à la planification des systèmes*
 H. A. D. SCOTT, *Conseiller spécial*
Département d'Informatique
 G. M. PIKE, *Chef*
 D. W. MACDONALD, *Sous-chef*
Département du Personnel
 J. E. H. CONDER, *Chef*
Département de la Gestion des immeubles
 R. H. OSBORNE, *Chef*
 K. W. KAINÉ, *Sous-chef*

Département de Contrôle
 A. C. LAMB, *Contrôleur et Chef de la comptabilité*
 C. J. STEPHENSON, *Sous-contrôleur*
Département de la Vérification
 J. M. E. MORIN, *Vérificateur*
 M. MUZYKA, *Sous-vérificateur*

G. K. BOUEY	OTTAWA	Gouverneur	<i>Membre du Comité de direction</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA	Premier sous-gouverneur	
J. CLARY	TORONTO (ONTARIO)		
E. H. FINN	OTTAWA (ONTARIO)		
J. H. FRASER	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)		
S. KANE	WINNIPEG (MANITOBA)		<i>Membre du Comité de direction</i>
A. A. LEBOUTHILLIER	CARAUET (NOUVEAU-BRUNSWICK)		
J. R. LONGSTAFFE	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)		
J. S. PALMER	CALGARY (ALBERTA)		
M ^{ME} Y. LEFEBVRE-RICHARD	MONTREAL (QUÉBEC)		<i>Membre du Comité de direction</i>
J. A. STACK	SASKATOON (SASKATCHEWAN)		<i>Membre du Comité de direction</i>
M. WOODWARD	GOOSE BAY (TERRE-NEUVE)		
Membre d'office			
M. A. COHEN	OTTAWA	Sous-ministre des Finances	<i>Membre du Comité de direction</i>

1. Principales conventions comptables

Ces états financiers ont été dressés dans le cadre des conventions comptables énumérées ci-dessous.

a) Forme de présentation :

La présentation de l'état de l'actif et du passif satisfait aux exigences de la Loi sur la Banque du Canada.

b) Revenus et dépenses :

Les revenus et dépenses ont été comptabilisés selon la méthode d'exercice.

c) Placements :

Conformément aux prescriptions de la Loi sur la Banque du Canada, ces placements ont été inscrits au prix coûtant ajusté de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces placements ont été imputés aux revenus.

d) Conversion des devises étrangères :

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice.

e) Amortissement :

L'amortissement a été inscrit selon la méthode du solde dégressif aux taux annuels suivants :

Bâtiments	5 %
Équipement	20 %

2. Dette éventuelle

En 1982, la Banque a convenu avec la Banque des règlements internationaux de participer à une initiative internationale dont le but était de fournir des facilités de crédit à court terme à la Banco de Mexico et à la Banco Central do Brazil. En vertu des accords conclus, la participation éventuelle de la Banque à ces facilités de crédit se limite à \$É.-U. 230 000 000 (\$Can 282 624 000 au taux de change du 31 décembre 1982), somme qui ne sera versée que si les remboursements prévus ne sont pas effectués.

PASSIF

(en milliers de dollars)

Capital versé	\$ 5 000	\$ 5 000	1982	1981
Fonds de réserve	25 000	25 000		
Billets en circulation	12 718 781	11 635 604		

Dépôts :

Gouvernement du Canada	81 016	4 838 438	162 585	5 852 404
Banques à charte	4 838 438	5 278 349	189 861	
Autres dépôts	162 585	189 861		

Passif payable en devises étrangères :

Gouvernement du Canada	80 608	51 700	236	51 936
Autres	147			
Chèques de la Banque du Canada non compensés	1 506 187	1 061 312		

Solde des recouvrements et des paiements

en cours de règlement :

Gouvernement du Canada (montant net)	-	516 579	915	
Autres	-			
Autres éléments de passif	5 145	517 494	5 187	

Le Gouverneur, G. K. BOUEY

Le Comptable en Chef, A. C. LAMB

\$19 422 907	\$19 153 937
5 145	5 187
-	517 494
-	915
-	516 579

Rapport des vérificateurs

Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1982, ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

A notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1982, ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

RAYMOND, CHARBOT, MARTIN, PARÉ & ASSOCIÉS

CLARKSON GORDON

Ottawa, Canada, le 12 janvier 1983

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

BANQUE DU CANADA État de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1982
(avec chiffres comparatifs pour 1981)

ACTIF

(en milliers de dollars)

1982	1981
\$ 259 438	\$ 165 605
4 427	6 562
263 865	172 167
143 000	38 000
Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements	
Placements, à leurs valeurs amorties :	
Bons du Trésor du Canada	
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, échéant dans les trois ans	
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans	
8 247 778	7 483 569
1 240 867	2 633
16 612 042	16 917 291
Immeubles de la Banque :	
Terrains, bâtiments et équipement, au prix coûtant, moins l'amortissement accumulé	
82 210	78 993
Chèques tirés sur d'autres banques	
1 635 404	1 627 744
Intérêts courus sur placements	
387 644	315 285
Solde des recouvrements et des paiements en cours de règlement :	
Gouvernement du Canada (montant net)	
283 778	—
14 964	4 457
\$19 422 907	\$19 153 937
Autres éléments d'actif	

BANQUE DU CANADA État des revenus et dépenses

De l'exercice terminé le 31 décembre 1982
(avec chiffres comparatifs pour 1981)

	1982	1981
(en milliers de dollars)		
REVENUS		
Revenus de placements et d'autres sources après déduction des intérêts de \$5 129 (\$6 399 en 1981) payés sur les dépôts	\$1 986 072	\$1 945 575

DÉPENSES

Traitements ⁽¹⁾	\$ 42 857	\$ 35 837
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ⁽¹⁾	5 329	5 208
Autres frais de personnel ⁽²⁾	1 680	1 402
Honoraires et frais des vérificateurs	98	83
Honoraires et frais des vérificateurs	297	259
Impôts municipaux et taxes d'affaires	6 100	5 618
Coût des billets de banque	25 372	21 318
Informatique	4 669	4 315
Entretien des immeubles et de l'équipement - montant net ⁽³⁾	8 378	7 431
Impression des publications	591	542
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	1 387	1 238
Postes et messageries	1 400	849
Télécommunications	1 348	1 144
Déplacements et mutations	1 405	1 464
Autres dépenses	970	668
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	5 717	87 376
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	\$1 878 474	\$1 853 179

(1) Traitements et contributions aux régimes de retraite et d'assurance des employés autres que ceux affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-employés utilisées (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surmunitaires et les employés à temps partiel) a été de 2 015 en 1982 comparé à 1 960 en 1981, mais il s'est produit au cours de la période, dans la composition du personnel, une modification importante des catégories où le niveau des compléments est plus élevé.

(2) Comprend les frais de fonctionnement des catédrales, les gratifications de départ à la retraite ainsi que les dépenses au titre de la formation professionnelle et des services médicaux.

(3) Frais d'entretien des bâtiments (coûts en personnel compris), déduction faite des loyers perçus.

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

- * Comprend les bons du Trésor à 3 mois, à 6 mois et à 1 an.
- (11) Échéance d'obligations 9¼ % émises le 15 juin 1974.
- (12) Échéance d'obligations 9¼ % émises les 15 déc. 1978, 1^{er} févr. 1979, 15 mars 1979 et 15 juill. 1979.
- (13) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 31 oct. 1986 en obligations 15¼ % échéance en 1992; l'exercice de ce droit porte à environ 15,50 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} févr. 1982 à l'échéance en 1992.
- (14) Échéance d'obligations 7¼ % émises les 1^{er} févr. 1977 et 1^{er} avril 1977.
- (15) Annulation des titres suivants détenus par le Fonds de rachat : 29,3 millions de dollars d'obligations 9¼ % 15 juin 1994; 25,5 millions de dollars d'obligations 10 % 1^{er} oct. 1995; 24,0 millions de dollars d'obligations 9¼ % 15 mai 1997; 14,5 millions de dollars d'obligations 9 % 15 oct. 1999; 12,5 millions de dollars d'obligations 9¼ % 15 déc. 2000; 32,5 millions de dollars d'obligations 9¼ % 1^{er} oct. 2001; 6,0 millions de dollars d'obligations 8¾ % 1^{er} févr. 2002 et 18,0 millions de dollars d'obligations 9¼ % 1^{er} oct. 2003.
- (16) En plus des 225 millions de dollars d'obligations 15 % 1^{er} août 1984 déjà en circulation.
- (17) En plus des 400 millions de dollars d'obligations 15 % 15 mars 1987 déjà en circulation.
- (18) En plus des 200 millions de dollars d'obligations 15¼ % 15 mars 2002 déjà en circulation.
- (19) Échéance d'obligations 7½ % émises le 1^{er} juill. 1977.
- (10) Échéance d'obligations 8 % émises les 15 mai 1977, 1^{er} juill. 1977 et 1^{er} sept. 1977.
- (111) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1^{er} avril 1987 en obligations 15 % échéance en 1992; l'exercice de ce droit porte à environ 15,25 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} juill. 1982 à l'échéance en 1992.
- (121) En plus des 150 millions de dollars d'obligations 16 % 1^{er} août 1984 déjà en circulation.
- (131) En plus des 650 millions de dollars d'obligations 15¼ % 1^{er} févr. 1987 déjà en circulation. Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 31 oct. 1986 en obligations 15¼ % échéance 1^{er} févr. 1992; l'exercice de ce droit porte à environ 15,55 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} août 1982 à l'échéance en 1992.
- (141) Titres échangeables au gré du porteur, au pair, au plus tard le 1^{er} juin 1987 en obligations 14¼ % échéance en 1992; l'exercice de ce droit porte à environ 14,39 % le taux de rendement moyen pour la période allant du 1^{er} sept. 1992 à l'échéance en 1992.
- (151) Échéance d'obligations 8 % émises les 15 oct. 1977 et 15 déc. 1977.
- (161) Échéance d'obligations 10¼ % émises le 1^{er} oct. 1979.
- (171) Échéance d'obligations 12¼ % émises le 1^{er} oct. 1980.
- (181) En plus des 750 millions de dollars d'obligations 13¼ % 15 mars 2000 déjà en circulation.
- (191) En plus des 325 millions de dollars d'obligations 10¾ % 1^{er} oct. 1985 déjà en circulation.
- (201) Annulation de titres garantis détenus par le Fonds de rachat.
- (1211) Échéance d'obligations 11¼ % émises les 15 déc. 1979 et 1^{er} févr. 1980.
- (1221) En plus des 500 millions de dollars d'obligations 10¼ % 1^{er} oct. 1985 déjà en circulation.
- (1231) En plus des 525 millions de dollars d'obligations 11¼ % 15 déc. 1992 déjà en circulation.
- (1241) Le produit de la vente de l'émission a été affecté au remboursement d'un emprunt de 700 millions de FS 27¼ % émis le 8 mars 1979 et arrivant à échéance le 8 mars 1982.
- (1251) Fonds d'amortissement.
- (1261) Le produit de la vente de l'émission a été affecté au remboursement d'un emprunt de 400 millions de DM 5 % émis le 2 mai 1978 et arrivant à échéance le 30 avril 1982.
- (1271) Placés sur le marché des euro-dollars E.-U.

Date en 1982	Désignation des emprunts	Echéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Livraisons Remboursements
-----------------	-----------------------------	----------	---------------------------	--	------------------------------

15 oct.	13½ % 15 oct. 1992	10 ans	13,69	400	300 ⁽¹⁸⁾
	13¼ % 15 mars 2000	17 ans et 5 mois	13,90	1 300	200
	12 % 15 nov. 1987	5 ans et ½ mois	12,00	500	700
1 ^{er} nov.	12¼ % 15 nov. 1992	10 ans et ½ mois	12,75	175 ⁽¹⁹⁾	525
22 nov.	10¾ % 1 ^{er} oct. 1985	2 ans et 10½ mois	10,75	700	575 ⁽²³⁾
	11¼ % 15 déc. 1992	10 ans et 1 mois	11,75	1 250	575 ⁽²³⁾

1 ^{er} déc.	11¾ % 15 déc. 1982	10 ans et 9½ mois	10,82	350 ⁽²²⁾	325
	10¾ % 1 ^{er} oct. 1985	5 ans	11,33	9 125	4 512
	11 % 15 déc. 1987	10 ans	12,01	63 000	57 975
15 déc.	11¾ % 15 déc. 1992				

Titres en monnaies étrangères émis par le gouvernement

8 mars	400 millions de FS	5 ans	264 ⁽²⁴⁾	1 331	2
	billets à 7¼ %				
15 avril	200 millions de DM	7 ans	105 ⁽²⁶⁾		
29 avril	200 millions de DM	7 ans			
	billets à 8½ %				
	échéance 30 avril 1989				
16 juin	750 millions de dollars E.-U.	5 ans	962 ⁽²⁷⁾		
	billets à 14¾ %				
	échéance 16 juin 1987				
15 oct.					

Ensemble des billets et des obligations

(Suite)

ANNEXE TABLEAU IV

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien* : émissions et remboursements

Date en 1982	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Livraisons Remboursements
-----------------	-----------------------------	----------	---------------------------	--	------------------------------

Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement

1 ^{er} févr.	9¼ % 1 ^{er} févr. 1982	2 ans et 6 mois	16,00	150	593 ⁽¹⁾
	9¼ % 1 ^{er} févr. 1982	5 ans	15,50	650 ⁽³⁾	475 ⁽²⁾
31 mars	16 % 1 ^{er} août 1984	2 ans et 6 mois	16,00	150	800
	15½ % 1 ^{er} févr. 1987	5 ans	15,50	650 ⁽³⁾	
15 % 1 ^{er} août 1984	15 % 1 ^{er} août 1984	2 ans et 4 mois	15,10	225	400
	15 % 15 mars 1987	4 ans et 1½ mois	15,14	200	
15½ % 15 mars 2002	15½ % 15 mars 2002	19 ans et 11½ mois	15,54	825	675 ⁽⁴⁾
	7¾ % 1 ^{er} avril 1982	19 ans et 11½ mois	15,54	200	
1 ^{er} mai	15 % 1 ^{er} août 1984	2 ans et 3 mois	14,91	100 ⁽⁶⁾	162 ⁽⁵⁾
	15 % 15 mars 1987	4 ans et 10½ mois	14,84	400 ⁽⁷⁾	
1 ^{er} juin	14¾ % 15 déc. 1984	2 ans et 6½ mois	14,94	100	650
	14¾ % 1 ^{er} juin 1987	5 ans	15,04	250	
1 ^{er} juill.	7½ % 1 ^{er} juill. 1982	10 ans	15,15	200	550
	8 % 1 ^{er} juill. 1982	15 % 1 ^{er} juin 1992	15,15	200	
1 ^{er} août	15½ % 1 ^{er} juill. 1985	3 ans	16,00	350	400 ⁽¹¹⁾
	15 % 1 ^{er} juill. 1987	5 ans	15,37	750	
1 ^{er} août	16 % 1 ^{er} août 1984	2 ans	16,00	150 ⁽¹²⁾	600 ⁽¹³⁾
	15½ % 1 ^{er} févr. 1987	4 ans et 6 mois	15,58	750	
1 ^{er} sept.	14½ % 1 ^{er} sept. 1985	3 ans	14,67	200	650 ⁽¹⁴⁾
	14¼ % 1 ^{er} sept. 1987	5 ans	14,47	850	
15 oct.	8 % 15 oct. 1982	2 ans et 11½ mois	12,85	150	475 ⁽¹⁵⁾
	10¾ % 15 oct. 1982	5 ans	13,00	450	
	12¾ % 1 ^{er} oct. 1985	2 ans et 11½ mois	12,85	150	200 ⁽¹⁶⁾
	12¼ % 15 oct. 1982	5 ans	13,00	450	

Opérations nettes* avec le gouvernement ou d'autres clients		Souscriptions lors de l'émission moins remboursements à l'échéance		Bons		Bons		Bons		Bons		Obligations		Obligations		Acceptations bancaires		Total	
Portefeuilles du gouvernement et des autres clients		Variations nettes des avoirs en titres du gouvernement et en acceptations bancaires		Obligations		Bons		Obligations		Bons		Obligations		Bons		Acceptations bancaires		Total	
- 674,7	-	- 144,6	+ 1,8	- 924,3	+ 1,8	- 193,7	-	- 127,2	-	- 349,4	-	- 355,3	-	- 139,4	-	-	-	- 922,5	-
- 31,9	- 129,9	- 191,8	+ 2,7	- 671,3	+ 0,4	- 605,0	-	- 193,7	-	- 89,2	+ 89,2	- 605,0	-	- 89,2	+ 89,2	-	-	- 320,9	-
+ 461,3	+ 325,0	- 232,5	+ 0,4	+ 671,3	+ 0,4	+ 671,3	-	+ 349,4	-	+ 671,3	+ 349,4	+ 349,4	-	+ 671,3	+ 349,4	-	-	+ 1 020,7	-
+ 181,3	- 331,8	- 384,8	+ 0,5	- 605,0	-	- 605,0	-	- 355,3	-	- 89,2	+ 89,2	- 605,0	-	- 89,2	+ 89,2	-	-	- 960,3	-
+ 115,7	+ 150,0	- 233,1	- 10,6	+ 89,2	+ 89,2	+ 89,2	-	+ 139,4	-	+ 89,2	+ 89,2	+ 139,4	-	+ 89,2	+ 89,2	-	-	+ 228,6	-
+ 445,7	+ 150,0	- 389,4	+ 9,1	+ 260,7	+ 260,7	+ 260,7	-	+ 159,1	-	+ 260,7	+ 260,7	+ 159,1	-	+ 260,7	+ 260,7	-	-	+ 419,8	-
+ 236,3	+ 72,3	- 379,4	+ 0,9	- 1 212,5	- 1 212,5	- 1 212,5	-	+ 160,0	-	- 1 212,5	- 1 212,5	+ 160,0	-	- 1 212,5	- 1 212,5	-	-	- 1 052,5	-
- 286,8	+ 200,0	- 195,4	- 0,1	- 81,0	- 81,0	- 81,0	-	+ 209,9	-	- 81,0	- 81,0	+ 209,9	-	- 81,0	- 81,0	-	-	+ 128,9	-
- 168,8	+ 200,0	- 277,4	- 1,2	- 1 047,9	- 1 047,9	- 1 047,9	-	+ 189,9	-	- 1 047,9	- 1 047,9	+ 189,9	-	- 1 047,9	- 1 047,9	-	-	- 858,0	-
+ 699,6	+ 122,9	- 242,6	+ 0,8	- 133,1	- 133,1	- 133,1	-	+ 122,6	-	- 133,1	- 133,1	+ 122,6	-	- 133,1	- 133,1	-	-	- 10,5	-
+ 506,1	+ 400,0	- 352,9	+ 0,6	+ 893,5	+ 893,5	+ 893,5	-	+ 400,6	-	+ 893,5	+ 893,5	+ 400,6	-	+ 893,5	+ 893,5	-	-	+ 1 294,1	-
+ 714,4	+ 71,9	- 369,6	- 50,4	- 665,0	- 665,0	- 665,0	-	+ 21,5	-	- 665,0	- 665,0	+ 21,5	-	- 665,0	- 665,0	-	-	- 643,5	-
+ 2 198,2	+ 1 230,4	- 3 393,5	- 45,5	- 2 947,8	- 2 947,8	- 2 947,8	-	+ 1 271,7	-	- 2 947,8	- 2 947,8	+ 1 271,7	-	- 2 947,8	- 2 947,8	-	-	- 1 676,1	-
+ 533,0	-	- 397,2	+ 0,9	+ 649,4	+ 649,4	+ 649,4	-	+ 11,9	-	+ 649,4	+ 649,4	+ 11,9	-	+ 649,4	+ 649,4	-	-	+ 661,3	-

ANNEXE TABLEAU III

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes* avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques

Bons du Trésor	Obligations ⁽¹⁾				Plus de 10 ans	Acceptations bancaires ⁽²⁾	Ensemble des postes précédents	Titres pris en pension
	3 ans ou moins	3 à 5 ans	5 à 10 ans	10 ans				

1982	Janvier	- 105,0	-	-	-	-	- 105,0	+ 0,0
	Février	+ 30,0	-	-	-	-	+ 30,0	+ 0,0
	Mars	+ 270,0	-	-	-	-	+ 270,0	+ 196,5
	Avril	- 229,0	-	-	-	-	- 229,0	+ 162,6
	Mai	+ 44,0	-	-	-	-	+ 44,0	+ 162,6
	Juin	+ 367,0	-	-	-	-	+ 367,0	- 162,6
	Juillet	- 1 102,0	+ 29,3	+ 57,5	-	-	- 1 015,2	+ 32,6
	Août	+ 172,0	-	-	-	-	+ 172,0	+ 239,2
	Septembre	- 591,5	+ 13,4	- 13,4	-	-	- 591,5	- 19,1
	Octobre	- 356,5	+ 204,8	- 84,0	- 70,8	- 50,0	- 356,5	- 234,7
	Novembre	+ 454,5	-	-	-	-	+ 454,5	+ 285,8
	Décembre	- 706,0	+ 186,1	- 27,9	- 158,2	-	- 706,0	- 303,8
	Total	- 1 752,5	+ 433,6	- 67,8	- 229,0	- 50,0	- 1 665,7	+ 0,0
1983	Janvier	+ 236,6	+ 21,6	- 3,5	- 18,1	-	+ 236,6	+ 288,0

* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (-) le contraire.
⁽¹⁾ Ventilation d'après le nombre d'années à court à compter de la date de l'opération.
⁽²⁾ Y compris les acceptations bancaires arrivant à échéance.

45

ANNEXE TABLEAU II

Réserve-encaisse des banques à charte

En millions de dollars, sauf indication contraire

Montant minimum requis :	Moyenne des avoirs en pièces de monnaie et en billets de la Banque du Canada	Minimum requis de dépôts à la Banque du Canada	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables de la période
1982				
Janvier	1-15	1 852	5 964	6 035
	16-31			6 000
	1-15			5 661
Février	1-15	2 084	5 583	5 603
	16-28			5 289
	1-15	1 883	5 240	5 319
Mars	1-15	7 124		5 197
	16-31			5 168
	1-15	6 949	1 829	5 654
	16-30			4 621
Mai	1-15	6 469	1 848	4 667
	16-31			4 599
	1-15	6 425	1 914	4 603
	16-30			4 799
Juin	1-15	6 726	1 965	4 825
	16-31			4 978
	1-15	6 866	1 932	4 997
	16-31			4 435
Septembre	1-15	6 383	2 004	4 416
	16-30			4 413
	1-15	6 358	1 985	4 493
	16-31			4 429
Novembre	1-15	6 350	1 991	4 436
	16-30			4 481
	1-15	6 430	1 985	4 513
Décembre	1-15	6 742	2 001	4 795
	16-31			4 827
Janvier	1-15	6 883	2 356	4 575
	16-31			4 741
Février	1-15			4 526
	16-31			4 575

(1) Pour obtenir les chiffres de ces deux colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques et des prises en pension effectuées avec les négociants du marché monétaire par le nombre de jours ouvrables compris dans la période.

ANNEXE TABLEAU I

Evolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles – En millions de dollars

Titres du gouvernement canadien (valeur comptable)	Avoirs en monnaies étrangères	Autres éléments de l'actif (montant net)	Billets en circulation	Passif-dépôts en dollars canadiens		
				Banques à charte	Gouvernement canadien	Autres
1982						
Janvier	- 904	+ 3	+ 210	+ 796	- 336	- 76
Février	- 305	+ 65	- 68	- 233	- 19	+ 24
Mars	+ 1 004	- 62	- 362	- 586	+ 1 018	- 24
Avril	- 941	+ 11	+ 124	- 84	- 783	- 13
Mai	+ 246	- 6	- 482	- 447	- 199	+ 30
Juin	+ 408	+ 7	- 10	+ 439	+ 151	- 12
Juillet	- 1 030	+ 780	+ 915	+ 784	- 186	+ 16
Août	+ 143	+ 283	- 825	- 296	- 14	- 9
Septembre	- 831	- 90	+ 251	- 571	- 9	- 11
Octobre	+ 4	- 114	+ 433	+ 206	+ 67	+ 36
Novembre	+ 1 285	- 852	- 544	- 246	- 41	- 46
Décembre	- 622	+ 1 276	+ 914	+ 411	+ 48	+ 57
1983	- 1 543	+ 1 301	+ 556	- 439	- 303	- 28
Janvier	+ 654	- 1 163	- 987	- 106	- 71	- 30

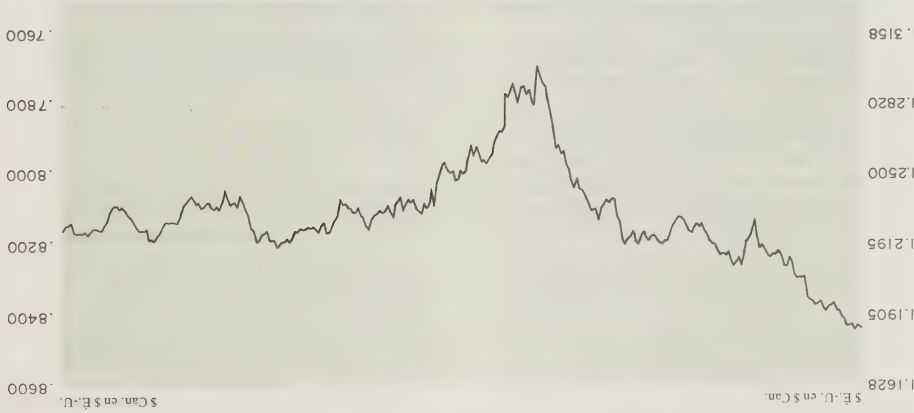
Tableaux en annexe

de change. Le taux de change a connu durant l'année des périodes de hausse et de baisse, ce qui a entraîné des ventes et des achats importants de devises étrangères. Les réserves officielles ont été accrues selon les besoins grâce à des tirages sur les lignes de crédit ouvertes au nom du gouvernement canadien par des banques canadiennes et étrangères. En juin, l'encours de ces tirages a atteint 2,4 milliards de dollars E.-U., mais à la fin de l'année ils avaient tous été remboursés. Les variations de l'encours de la dette en devises étrangères du gouvernement ont également eu une incidence sur le niveau des réserves. De petites quantités additionnelles d'or et de DTS ont été vendues, au cours de l'année, contre des dollars E.-U.

Les réserves officielles de liquidités internationales du Canada équivalaient à 4 371,1 millions de dollars E.-U. à la fin de 1981, à 3 793,2 millions à la fin de 1982 et à 4 109,5 millions à la fin de janvier 1983.

Taux de change

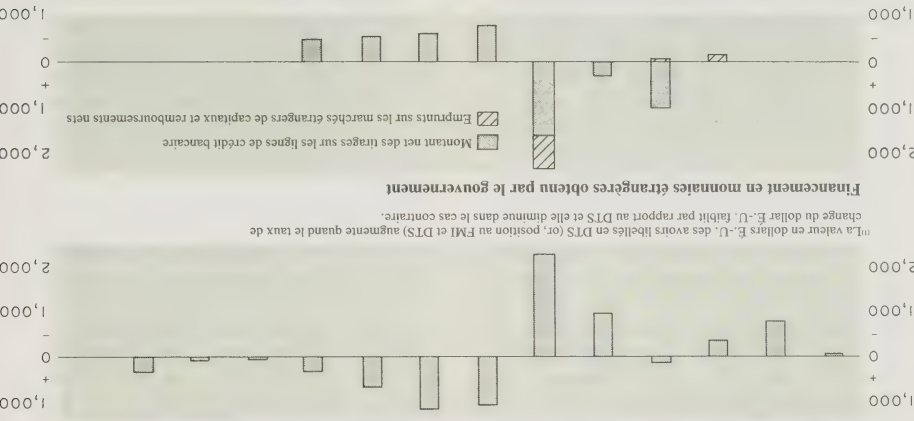
Cours de clôture du comptant, données journalières



Variations des réserves officielles

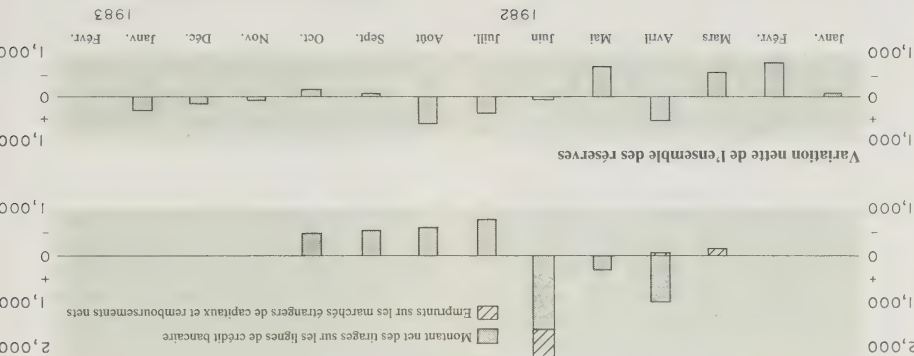
Millions de dollars E.-U., données mensuelles

À l'exclusion des opérations officielles de financement extérieur, du produit des ventes d'or et des effets comptables de la variation des cours⁽¹⁾

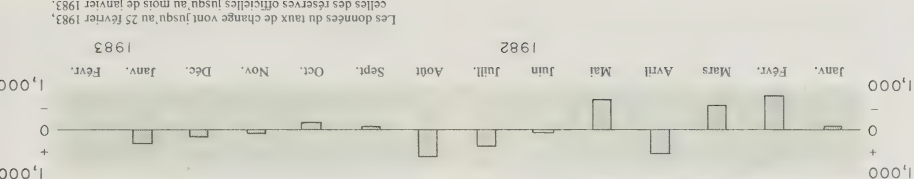


Financement en monnaies étrangères obtenu par le gouvernement

⁽¹⁾ La valeur en dollars E.-U. des avoirs libellés en DTS (or, position au FMI et DTS) augmente quand le taux de change du dollar E.-U. faiblit par rapport au DTS et elle diminue dans le cas contraire.



Variation nette de l'ensemble des réserves



Les données du taux de change vont jusqu'au 25 février 1983, celles des réserves officielles jusqu'au mois de janvier 1983.

Résumé des variations de l'encours des titres du gouvernement canadien en 1982

En milliards de dollars (valeur nominale)	
Ventilation par détenteur :	
Banque du Canada	
Bons du Trésor	+ 5,0
Obligations négociables	+ 4,6
Obligations d'épargne du Canada	+ 8,0
Total	+ 17,6
Banques à charte	
Bons du Trésor*	+ 1,6
Obligations négociables*	+ 0,1
Total	- 1,7
Bons du Trésor	
Obligations négociables	+ 1,3
Total	- 3,0
Comptes du gouvernement	
Bons du Trésor	+ 0,1
Obligations négociables	+ 0,2
Total	+ 0,3
Public	
Bons du Trésor*	+ 6,3
Obligations négociables*	+ 3,0
Obligations d'épargne du Canada	+ 8,0
Total	+ 17,3
*Estimations	

qu'il est arrivé à échéance en 1982. Le deuxième emprunt, de 200 millions de marks allemands, a été contracté en avril sur le marché allemand sous la forme d'une offre publique de billets à 7 ans. Le produit de cette opération a servi à rembourser une partie de l'emprunt à taux fixe de 400 millions de marks allemands obtenu par le gouvernement en 1978. Le troisième emprunt, qui avait été contracté en juin sur le marché des euro-devises, a permis de recueillir 750 millions de dollars E.-U. sous forme de billets à 5 ans. Les détails de ces émissions sont reproduits au Tableau IV de l'Annexe.

Le plafond de la ligne de crédit renouvelable en dollars E.-U., ouverte en 1978 au nom du gouvernement canadien par un consortium de banques étrangères, américaines et autres, a été porté en septembre de 3 milliards à 4 milliards de dollars E.-U. Jusqu'au 23 juin 1985, le Canada garde le droit d'emprunter jusqu'à concurrence de 1,5 milliard de dollars E.-U., à son gré au taux préférentiel des prêts bancaires aux Etats-Unis ou au taux interbancaire de Londres (LIBOR), plus ¼ de point. Si les avances dépassent 1,5 milliard de dollars E.-U., le Canada devra payer des intérêts calculés, à son gré, au taux préférentiel des prêts bancaires aux Etats-Unis, majoré de ¼ de point, ou en core au taux interbancaire de Londres (LIBOR) majoré de ¾ de point. Passé le 23 juin 1985, la tranche de 1,5 milliard de dollars E.-U. qui peut être obtenue au taux le moins élevé sera réduite automatiquement chaque année par étapes pour s'établir à 75 % de ce montant durant l'année précédant l'échéance de la ligne de crédit, soit le 23 juin 1988.

Les opérations de change

Les opérations officielles de change effectuées par la Banque du Canada – en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du ministre des Finances – ont visé, cette année encore, à atténuer les trop fortes fluctuations du taux

accentuée par le fait que l'on a utilisé des dollars canadiens pour acheter des devises étrangères à mesure que le dollar cana-

dien se raffermissait.

L'une des caractéristiques des émissions d'obligations négociables réside dans le fait que l'échéance moyenne des titres offerts au public a été plus courte en 1982 qu'en 1981. L'émission d'obligations à moyen terme offrant à l'investisseur la faculté de prolonger l'échéance initiale du titre a été moins fréquente qu'au cours de l'année précédente. Cette option a été utilisée seulement en janvier et à trois reprises au cours de l'été, soit à des moments où l'incertitude était particulière-ment grande sur les marchés financiers. Le montant brut des émissions d'obligations à échéance prorogable a été de 2,3 milliards de dollars en 1982 (25 % de l'ensemble des émissions brutes), contre 4 milliards de dollars – répartis en huit émissions – pour l'année 1981 (ou 44 % de l'ensemble des émissions brutes). Le programme des émissions accordait une importance moindre aux obligations à très long terme et favorisait davantage les titres dont l'échéance était de l'ordre de 10 ans. Les émissions brutes d'obligations à 10 ans se sont ainsi chiffrées à 2,2 milliards de dollars (environ 25 % de l'ensemble des émissions brutes). Du début de 1980 au printemps de 1982, le gouvernement n'a pas émis d'obligations à 10 ans. Seulement 650 millions de dollars d'obligations à échéance de plus de 10 ans ont été émis au cours de l'année, contre 1,6 milliard de dollars en 1981. A l'occasion de la campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada 1982-1983, le taux d'intérêt a été fixé à 12 % pour la première année, qui a commencé le 1^{er} novembre 1982, et à un minimum de 8½ % pour les six années qui restent à courir avant l'échéance. Il a été annoncé également que le taux de 12 % s'appliquerait aussi, pour l'année commençant en novembre, à toutes les autres émissions en circulation. Ces modalités

ont été annoncées le 7 octobre, soit quatre semaines environ après les dates auxquelles les annonces des campagnes précédentes étaient généralement faites. Pour réaliser un tel changement, on a procédé à une plus grande rationalisation du travail administratif et retardé les dates de la campagne de vente selon le Mode d'épargne sur le salaire. Les taux d'intérêt ont fléchi quelque peu entre le 7 octobre, date de l'annonce des modalités, et le 25 octobre, date du début de la campagne de ventes au comptant, ce qui a augmenté l'attrait des obligations d'épargne. Les ventes ont été, en termes bruts, de près de 11,5 milliards de dollars, chiffre qui n'a été dépassé que par le record de l'année précédente. Les obligations ont été retirées du marché le 8 novembre. Le tableau de la page suivante, qui présente un résumé des variations qu'ont subies l'encours et les ventilations des titres du gouvernement, révèle que l'augmentation nette de la dette globale provient presque uniquement de l'augmentation des titres détenus par le public, dont près de la moitié est constituée d'obligations d'épargne du Canada. La diminution des avoirs détenus par la Banque du Canada sous forme de titres du gouvernement fédéral, portefeuilles qui a tendance à s'accroître à long terme, s'explique par des variations temporaires enregistrées par le bilan de la Banque du Canada. A la fin de 1982, les obligations d'épargne du Canada représentaient 31,5 % de l'ensemble de la dette intérieure du gouvernement, contre 28,7 % un an auparavant. La proportion des obligations négociables est tombée de 48,1 % à 44,4 % en 1982, et, à la fin de l'année, les bons du Trésor représentaient 24 % de l'encours de la dette; ce pourcentage est légèrement supérieur à celui de l'année précédente. L'échéance moyenne des titres négociables détenus par le public, qui avait été respectivement de 8,7 et de 8,0 ans à la fin de 1980 et 1981, est tombée à 6,6 ans en décembre 1982.

La gestion de la dette publique et les opérations de change

au second semestre. Au cours de cette période, en effet, les besoins en financement du gouvernement se sont accrus rapidement. Cet accroissement était lié en grande partie à l'incidence des opérations budgétaires du gouvernement, mais il a été

Résumé des modifications dans les opérations de financement en dollars canadiens du gouvernement fédéral

En milliards de dollars (valeur nominale)
1982

	de janv. à juil.	de janv. à déc.
Bons du Trésor	-0,6	+ 5,6
Obligations négociables ..	+0,9	+ 3,7
Total partiel	+0,3	+ 9,3
Obligations d'épargne du Canada	-1,0	+ 9,0
Total	-0,7	+18,3

En 1982, la Banque du Canada a effectué, en sa qualité d'agent financier du gouvernement canadien, des opérations de financement qui ont entraîné une augmentation de près de 18 milliards de dollars de l'encours de la dette intérieure du gouvernement. Ce montant a été légèrement inférieur au chiffre net des besoins de trésorerie en dollars canadiens du gouvernement fédéral pour cette année.

Le chiffre des dépôts du gouvernement était élevé au début de l'année en raison des très fortes ventes d'obligations d'épargne du Canada effectuées à l'autome de 1981; de plus, il s'est produit d'importantes entrées de fonds au premier semestre par suite des ventes de dollars E.-U. réalisées sur le marché des changes, surtout vers la fin de ce semestre. Le programme de financement du gouvernement s'est donc déroulé principalement

sociétés, car une part importante de cette activité inhabituelle a été financée par l'investissement des banques. La décélération qui s'est produite depuis reflète en partie la baisse de cette activité, mais elle traduit surtout le ralentissement de la dépense globale dans l'économie. Les agrégats au sens large ne réagissent pas à court terme aux variations des taux d'intérêt.

L'évolution des agrégats au sens étroit, M1 et M1A, reflète les variations des taux d'intérêt à court terme ainsi que le ralentissement de la dépense dans l'économie. Les données de ces agrégats pour le second semestre de 1981 et le début de 1982 minimisent le rythme d'expansion monétaire en raison des innovations, décrites plus haut, qui ont influencé les encaisses de transactions; M1A cependant été moins touché par ces innovations que M1. Les fortes diminutions des taux d'intérêt survenues dernièrement ont eu pour effet de réduire le manque à gagner résultant du maintien des encaisses de transactions sous des formes non productives d'intérêts, ce qui a provoqué un accroissement sensible de ces encaisses, même si les déplacements de fonds associés aux innovations financières ont continué.

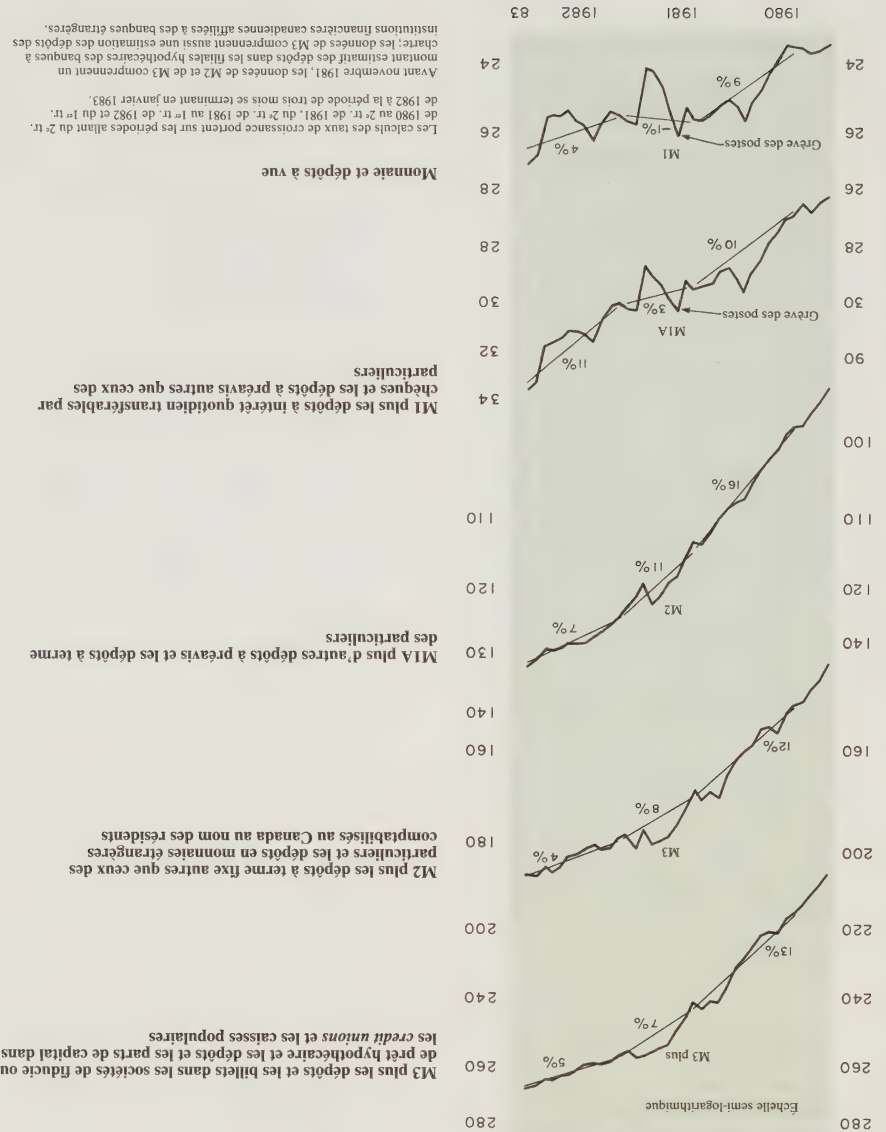
de transactions témoignent de nouveau d'une plus grande stabilité.

Le fait qu'il n'existe pas d'agrégats monétaires présentant une relation suffisamment stable avec le comportement de l'économie pour servir de guide dans l'établissement de cibles monétaires ne signifie pas que la Banque ne dispose plus de renseignements sur le rythme de l'expansion monétaire. On peut obtenir des renseignements sur la tendance fondamentale de l'expansion monétaire en utilisant les agrégats monétaires existants – même s'ils comportent tous des lacunes – et en interprétant leurs variations à la lumière de leurs caractéristiques propres, de toute modification institutionnelle pertinente et des influences de la conjoncture économique et financière.

En ce qui concerne les agrégats au sens large, le trait le plus frappant de leur évolution récente est la décélération marquée de leur rythme d'expansion par rapport aux taux d'augmentation fort élevés enregistrés auparavant. Durant une partie des années 1980 et 1981, l'accroissement de ces agrégats a été gonflé par le boom du marché du logement et par le grand nombre de prises de contrôle de

Agrégats monétaires

Milliards de dollars, données désaisonnalisées



Les calculs des taux de croissance portent sur les périodes allant du 2^e tr. de 1980 au 2^e tr. de 1981, du 2^e tr. de 1981 au 1^{er} tr. de 1982 et du 1^{er} tr. de 1982 à la période de trois mois se terminant en janvier 1983.

Avant novembre 1981, les données de M2 et de M3 comprennent un montant estimatif des dépôts dans les filiales hypothécaires des banques à charte; les données de M3 comprennent aussi une estimation des dépôts des institutions financières canadiennes affiliées à des banques étrangères.

Monnaie et dépôts à vue

M1 plus les dépôts à intérêt quotidien transférables par chèques et les dépôts à préavis autres que ceux des particuliers

M2 plus d'autres dépôts à préavis et les dépôts à terme des particuliers

M3 plus les dépôts à terme fixe autres que ceux des particuliers et les dépôts en monnaies étrangères comptabilisés au Canada au nom des résidents

M3 plus les dépôts et les billets dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et les dépôts et les parts de capital dans les *credit unions* et les caisses populaires

intérêt calculé sur le solde quotidien et

non plus sur le solde minimal du mois a incité les particuliers à transférer dans des comptes de ce type les excédents de fonds, même temporaires, qu'ils détenaient dans des comptes de chèques personnels non productifs d'intérêts. Ces opérations se

sont traduites par une diminution des soldes moyens des comptes de chèques personnels, lesquels font partie de M1. Une autre modification importante a été la création de comptes assortis d'un droit de tirage par chèque et d'un taux d'intérêt compétitif si le solde maintenu excède un certain minimum. L'existence de tels comptes encourage les particuliers à ne plus tenir de comptes de chèques et de comptes d'épargne distincts et à fermer leurs

comptes de chèques, ce qui entraîne une diminution de M1.

Par suite de ces innovations, la croissance de M1 a été beaucoup plus lente que

l'on aurait pu le prévoir à la lumière de l'évolution de la dépense globale et des taux d'intérêt. En principe, la Banque aurait pu ajuster son système de cibles de M1 de l'une ou l'autre des façons suivantes : elle aurait pu soit réviser à la baisse la fourchette-cible, soit élargir la définition de M1 de façon à englober les nouvelles formes sous lesquelles sont maintenant détenues les encaisses de

transactions.

Les travaux portant sur un ajustement du niveau de la cible ont été gênés

par les problèmes d'ordre statistique mentionnés dans le Rapport de l'an dernier, mais aussi par une autre difficulté encore plus grave, à savoir que le processus d'innovation dans le domaine bancaire de même que la réaction des clients des banques à ces innovations ont été à la fois rapides et continus. Comme il est impossible de prédire avec quelque précision ce qui se passera du côté des banques ou des clients, on ne peut déterminer avec assurance les fourchettes-cibles qui conviendront à M1.

La Banque continue d'explorer la possibilité d'utiliser une mesure des

encaisses de transactions un peu plus large que M1. Un des agrégats qui fait présentement l'objet d'études comprend, outre les composantes de M1, les comptes productifs d'intérêts des particuliers et des entreprises auxquels ont été transférés, semble-t-il, la plupart des dépôts qui sont sortis de M1. Les données d'un tel agrégat, que nous appelons pour l'instant M1A, sont illustrées au graphique de la page 33 avec les données d'autres agrégats monétaires. Comme M1A comprend plus d'éléments que M1, il présente certains avantages sur ce dernier comme indicateur de la tendance de l'expansion monétaire. Il comporte toutefois certaines lacunes. L'une d'elles, c'est qu'il ne prend pas en compte — ce qu'aucun agrégat monétaire ne peut d'ailleurs faire — l'effet des réductions, plutôt que des déplacements, que les encaisses de transactions subissent par suite d'une innovation d'ordre financier. Une autre lacune, c'est qu'il n'a pas été possible de trouver un moyen d'inclure dans cet agrégat toutes les encaisses de transactions qui sont sorties de M1 pour aller grossir les autres formes d'avoirs financiers. Une autre encore tient au fait que, pour pouvoir inclure dans M1A le montant considérable des encaisses de transactions qui ont été transférées de M1 à des comptes ayant une double fonction, il a fallu aussi y ajouter les montants appréciables d'épargne véritable détenus dans ces comptes.

A cause de toutes ces lacunes, il y a dans le comportement de M1A une bonne part de variations qui ne peuvent être expliquées en termes d'évolution de la dépense globale et des taux d'intérêt. Les innovations financières continuant d'influencer le volume des encaisses de transactions, il est probable que l'on devra continuer d'interpréter les variations de M1A avec une bonne dose de jugement, de sorte qu'il serait prématuré d'utiliser cet agrégat pour établir des cibles monétaires, du moins pour le moment. On ne pourra utiliser à de telles fins un agrégat comme M1A que si les modalités relatives aux comptes de dépôts offerts aux titulaires des soldes

de comparer les renseignements que cet indicateur du rythme de l'expansion monétaire lui fournissait sur la politique monétaire avec ceux qu'elle tirait de l'analyse d'autres données économiques et financières. Il y avait de nombreuses raisons à cela. La première est que l'utilité de M1 comme agrégat-cible dépendait de la stabilité de la relation existant entre cet agrégat, la tendance de la dépense et les taux d'intérêt, et qu'il n'était pas difficile d'imaginer des circonstances de nature à compromettre cette stabilité. En fait, des modifications apportées aux pratiques bancaires ont quelque peu affaibli cette relation en 1976-1977 et de nouveau en 1980, et il a fallu en tenir compte au moment d'établir de nouvelles fourchettes-cibles.

Une autre raison pour laquelle nous tenions à comparer les variations de M1 à d'autres données tenait au fait que M1 n'indiquait pas de façon satisfaisante comment la politique monétaire devait réagir dans un premier temps aux chocs inflationnistes que l'économie canadienne subissait de temps à autre. Ces chocs résultaient habituellement des pressions à la baisse qui s'exerçaient sur le cours du dollar canadien. Lorsque le taux de change subit une baisse marquée, il arrive un moment où l'agrégat monétaire signale la nécessité d'un relèvement des taux d'intérêt, mais cela se produit seulement après que les effets inflationnistes de la chute du taux de change se sont manifestés dans l'économie. Dans une telle situation, une réaction plus conforme aux objectifs d'une politique monétaire visant à réduire l'inflation.

La Banque n'a donc jamais considéré son système de cibles de M1 comme une sorte de pilote automatique au service de la politique monétaire. À court terme, il fallait en tenir compte parallèlement à d'autres considérations. À plus long terme, le système a servi, d'une part, à nous rap-peler constamment la nécessité de ralentir l'expansion monétaire si nous voulions voir diminuer l'inflation et, d'autre part, à

Ces deux dernières années, la relation entre M1 et l'évolution économique a été tellement faussée qu'il n'a plus été possible d'utiliser telles quelles les statistiques de M1; celles-ci exigent une telle dose d'interprétation que, pour le moment du moins, M1 n'est plus apte à servir de cible monétaire. L'action combinée de l'inflation, des taux élevés d'intérêt, de la technologie informatique et de la concurrence que se livrent les institutions financières a donné lieu à des innovations financières qui ont permis aux Canadiens à la fois de réduire de façon notable le volume moyen des encaisses qu'ils gardent pour effectuer des paiements et de détenir une plus grande proportion de ces encaisses sous forme d'avoirs productifs d'intérêts qui ne sont pas compris dans M1. Quelques exemples permettront d'illustrer ce qui s'est passé. Les banques offrent maintenant à un nombre croissant d'entreprises commerciales la possibilité de consolider quotidiennement les soldes de tous les comptes courants que ces dernières détiennent dans une même ville ou même à travers le pays, ce qui leur permet de fonctionner avec une encaisse moyenne plus petite. Dans certains cas, tout excédent du solde consolidé qu'une entreprise pourrait avoir à la fin de la journée est automatiquement viré pour un jour à un compte productif d'intérêts ou est affecté au remboursement d'emprunts à la banque concernée. Ainsi, certaines entreprises ne détiennent plus de dépôts compris dans M1. Dans d'autres cas, les fonds restent dans un compte courant et continuent donc de faire partie de M1, mais ils sont assortis d'un taux de rendement négatif, qui est soit versé sous forme d'intérêts, soit déduit des frais de service.

Des changements comparables se sont produits au niveau des services offerts aux particuliers. La création par les banques, durant les derniers mois de 1979, de comptes d'épargne produisant un

signalier les risques d'erreurs de caractère cumulatifs.

Ces deux dernières années, la relation entre M1 et l'évolution économique a été tellement faussée qu'il n'a plus été possible d'utiliser telles quelles les statistiques de M1; celles-ci exigent une telle dose d'interprétation que, pour le moment du moins, M1 n'est plus apte à servir de cible monétaire. L'action combinée de l'inflation, des taux élevés d'intérêt, de la technologie informatique et de la concurrence que se livrent les institutions financières a donné lieu à des innovations financières qui ont permis aux Canadiens à la fois de réduire de façon notable le volume moyen des encaisses qu'ils gardent pour effectuer des paiements et de détenir une plus grande proportion de ces encaisses sous forme d'avoirs productifs d'intérêts qui ne sont pas compris dans M1. Quelques exemples permettront d'illustrer ce qui s'est passé. Les banques offrent maintenant à un nombre croissant d'entreprises commerciales la possibilité de consolider quotidiennement les soldes de tous les comptes courants que ces dernières détiennent dans une même ville ou même à travers le pays, ce qui leur permet de fonctionner avec une encaisse moyenne plus petite. Dans certains cas, tout excédent du solde consolidé qu'une entreprise pourrait avoir à la fin de la journée est automatiquement viré pour un jour à un compte productif d'intérêts ou est affecté au remboursement d'emprunts à la banque concernée. Ainsi, certaines entreprises ne détiennent plus de dépôts compris dans M1. Dans d'autres cas, les fonds restent dans un compte courant et continuent donc de faire partie de M1, mais ils sont assortis d'un taux de rendement négatif, qui est soit versé sous forme d'intérêts, soit déduit des frais de service.

Des changements comparables se sont produits au niveau des services offerts aux particuliers. La création par les banques, durant les derniers mois de 1979, de comptes d'épargne produisant un

Fourchettes-cibles de croissance de M1

Milliards de dollars, données désaisonnalisées

Échelle semi-logarithmique



L'importance ainsi accordée à la réalisation d'objectifs de croissance de M1 monétaire.

d'évaluer les résultats de sa politique même coup un instrument qui permettait établissant ces cibles, la Banque créait du lien au ralentissement de l'inflation. En qui réduirait au minimum les perturbations secteurs de l'économie, et ce, d'une façon décisions économiques prises dans les divers politique monétaire influenceraient les de-nature quantitative sur l'orientation de la Banque espérait que ces renseignements de abaissée environ une fois par année. La à venir. Par la suite, elle l'a effectivement ment cette fourchette au cours des années qu'elle se proposait d'abaisser graduelle-La Banque a déclaré à ce moment-là vue du public dans les banques à charte. monnaie hors banques et des dépôts à

cible.

Des le début, la Banque a pris soin dans la prise de ses décisions, de la ten-terme, la Banque a commencé à s'inspirer, variations des taux d'intérêt à court taux. Etant donné la sensibilité de M1 aux opérations en fonction de l'influence à considérer les décisions que prend quocourt terme. C'est pourquoi on en est venu réserves influencent les taux d'intérêt à ajustements apportés à l'ensemble de ces fonctionnement du système financier, et les des réserves-encaisse qui sous-tendent le jour sa politique monétaire. Ce mécanisme repose sur l'octroi, par la Banque, le jour sa politique monétaire. Ce mécanisme par lequel la Banque applique au jour n'impliquait aucune modification du méca-

L'expérience de l'utilisation des agrégats monétaires

En novembre dernier, la Banque du Canada a annoncé qu'elle avait cessé de viser un rythme donné de croissance de l'agrégat monétaire M1. Cette annonce a été considérée dans certains milieux comme l'indice d'une modification profonde, d'une part, de l'approche suivie par la Banque en matière de politique monétaire et, d'autre part, de l'orientation donnée à cette politique. Il n'en est rien. La décision était d'ordre purement pratique et était dictée par l'incidence qu'avaient sur M1 les modifications importantes dont avaient récemment fait l'objet les formes sous lesquelles les encaisses de transactions sont détenues au Canada. La présente section traite de l'utilisation que la Banque a faite des agrégats monétaires pour évaluer le rythme de l'expansion monétaire et pour formuler les objectifs de sa politique.

Pendant longtemps, la Banque s'est intéressée à la possibilité de tenir compte, dans la formulation de sa politique monétaire, des variations qu'enregistraient sur longue période les diverses mesures ou définitions de la quantité de monnaie détenue par les Canadiens. Les recherches effectuées à la Banque sur la portée pratique des diverses mesures de la quantité de monnaie détenue par le public se sont intensifiées au moment de la flambée inflationniste de 1973-1974. S'appuyant sur un

nombre croissant de travaux d'analyse économique consacrés au rôle de la monnaie dans l'économie, ces recherches ont révélé qu'il existait, entre les variations d'une mesure de la monnaie au sens étroit et le comportement de l'économie, un lien que l'on pouvait utiliser pour améliorer la politique monétaire.

Une autre facette de la réévaluation de la politique monétaire à laquelle on a procédé à cette époque avait trait aux résultats auxquels avaient abouti les efforts déployés par les pouvoirs publics pour éliminer les cycles de courte durée de l'activité économique. Les prévisions économiques n'avaient été ni assez précises ni assez fiables pour servir de base à un réglage précis de l'activité économique. À cause d'une tendance à trop favoriser la stimulation, les politiques économiques suivies durant la fin des années 60 et au début des années 70 comportaient un biais inflationniste. On en est donc venu à la conclusion que l'on améliorerait la politique monétaire si l'on utilisait un horizon temporel plus long.

Ces modifications de l'approche suivie en matière de politique monétaire ont amené la Banque du Canada à annoncer, vers la fin de 1975, qu'elle visait une fourchette-cible de croissance donnée établie en fonction de M1, soit l'ensemble de la

dispositions devraient aussi permettre à tous les membres du FMI d'avoir théorique-ment accès aux ressources des AGE s'ils ont des besoins financiers trop élevés pour qu'ils puissent les satisfaire en recourant aux ressources normales du Fonds.

Un certain nombre de facilités de crédit officielles a été organisé par l'intermédiaire de la Banque des règlements internationaux. Ces crédits ont pu être octroyés plus rapidement que ceux qui sont offerts par le FMI et avaient les caractéristiques des crédits-relais à court terme, en ce sens qu'ils devaient permettre aux emprunteurs de faire face à leurs obligations financières en attendant qu'un ensemble semble satisfaisant de crédits à moyen terme puisse être mis sur pied. Ces prêts-relais ont été pour la plupart fournis par la BRI, mais ils sont garantis par les banques centrales participantes. La valeur totale des facilités de crédit-relais accordées jusqu'à présent par les banques centrales, que ce

soit par le truchement de la BRI ou par-
lèlement aux prêts de cette institution,
s'élève à 4,3 milliards de dollars E.-U. En
1982, la Banque du Canada a participé, au
nom du Canada, aux crédits consentis par
la BRI au Mexique et au Brésil pour un
montant global de 230 millions de
dollars E.-U.

Les banques commerciales ont parti-
cipé activement aux opérations internatio-
nales de refinancement. Dans le cadre de
ces opérations, elles ont conclu des ac-
cords, conjointement avec les organismes
financiers internationaux, en vue de ré-
chelonner le remboursement des dettes arri-
vées à échéance ou déjà échues et en
vue d'octroyer un flux constant, mais
réduit, de nouveaux prêts à des pays en
difficulté. Les grandes banques cana-
diennes, qui ont traditionnellement joué un
rôle actif dans le financement international,
ont apporté une contribution importante à
ces opérations.

s'empare du marché, lucratif, des prêts aux pays débiteurs. Une des conséquences de cette concurrence a été de maintenir dans des limites extrêmement étroites les écarts entre les taux d'intérêt auxquels les banques accordaient leurs prêts et les taux qu'elles offraient aux déposants pour attirer un volume suffisant de fonds. De tels écarts tenaient très peu compte des risques courus, ce qui s'expliquait en partie par le fait que les prêts étaient souvent consentis à des gouvernements ou garantis par ces derniers. Avec l'augmentation de la proportion de crédits consentis à des taux flottants, les débiteurs sont devenus de plus en plus exposés aux risques de modification des conditions du crédit.

Tant que l'inflation mondiale se poursuivait à un rythme rapide, la plupart des pays ont pu, sans grande difficulté, faire face au service de leur dette et continuer à s'endetter. Toutefois, la conjoncture internationale s'est modifiée après la nouvelle poussée inflationniste de la fin des années 70 et l'adoption par les pays industrialisés de politiques financières plus restrictives. En 1982, le fardeau de la dette était devenu très lourd. Les taux d'intérêt ont été plus élevés que le taux général d'inflation, et tant les prix à l'exportation que le volume des ventes d'un grand nombre de matières premières échangées sur les marchés internationaux, dont le pétrole, ont fléchi. Les banques se sont préoccupées de façon croissante des risques que comportaient les prêts consentis à de nombreux pays en développement dont l'endettement s'était accru de façon particulièrement marquée. Lorsque, au cours de l'été, les prêteurs ont commencé à réduire les flux d'argent frais et se sont montrés peu disposés à refinancer des emprunts à court terme qui arrivaient à échéance, les problèmes d'endettement d'un groupe de pays sont rapidement apparus au grand jour. Ces problèmes ne se limitent pas à une région géographique quelconque, mais ils ont été particulièrement graves en Amérique latine.

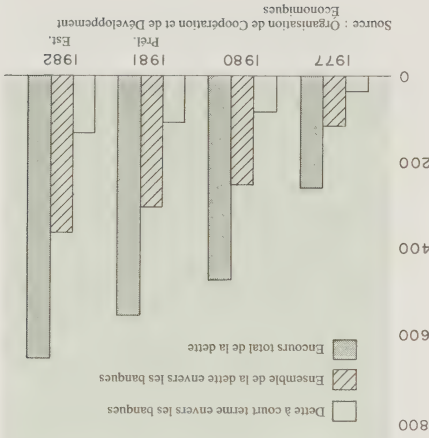
Le système financier international n'est pas resté sans réagir à ces problèmes. En général, les mesures prises pour gérer chaque nouvelle situation comportaient, d'une part, certaines initiatives visant à mettre sur pied un programme d'ajustement économique destiné à limiter les nouvelles augmentations de la dette et, d'autre part, l'échelonnement sur une période plus longue des paiements à effectuer par les secteurs privé et public en remboursement des dettes arrivant à échéance et l'octroi d'un financement supplémentaire de caractère temporaire, ou à moyen terme, pour faciliter le programme de transition. La solution typique comportait la conclusion d'ententes multilatérales, mais celles-ci ont été complétées dans certains cas par des ententes bilatérales. Le Fonds monétaire international a joué un rôle central. Les engagements envers les pays en développement ainsi que les montants nets qui leur ont été versés avalaient déjà sensiblement augmenté au cours des deux années précédentes, et ils se sont de nouveau accrus en 1982. Mais le rôle important du FMI ne se mesure pas seulement au montant des avances consenties par cet organisme. En effet, le financement octroyé par le FMI est en grande partie subordonné à l'engagement pris par le pays bénéficiaire d'adopter et d'appliquer un programme d'ajustement, et, dans bien des cas, l'acceptation d'un programme recommandé par le FMI a permis aux pays de procurer des ressources supplémentaires auprès de prêteurs privés ou d'organismes officiels.

Le calendrier prévu pour l'augmentation des ressources du Fonds a été raccourci. Un relèvement de près de 50 % de l'ensemble des quotes-parts des pays membres a été négocié dernièrement et attend d'être ratifié par les pays membres. De plus, le Canada et d'autres grands pays industrialisés ont négocié une restructuration importante des Accords généraux d'emprunt (AGE), dont les ressources devaient tripler pour s'élever à environ 19 milliards de dollars E.-U. Les nouvelles

Dans de telles circonstances, l'attrait d'un recours accru aux facilités de crédit internationales était grand pour les pays concernés. Parallèlement, de nombreuses banques commerciales, en particulier celles qui ont accès aux marchés internationaux de capitaux, ont commencé à augmenter rapidement le volume de leurs opérations internationales de crédit. Encouragées par la nécessité de recycler les excédents financiers des pays de l'OPEP, les banques se sont livrées à une concurrence acharnée pour

Encours de la dette extérieure des pays en développement non membres de l'OPEP

Milliards de dollars E.-U., données de fin d'année



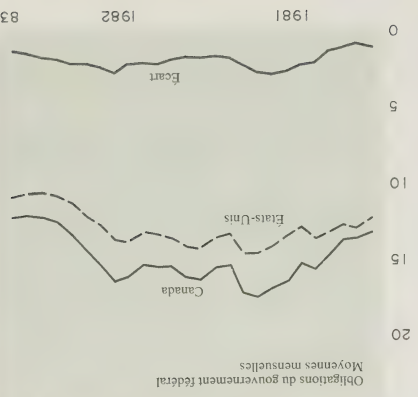
Source : Organisation de Coopération et de Développement Économiques

L'année 1982 a été marquée, sur la scène financière internationale, par des événements plutôt dramatiques. Les problèmes d'endettement vis-à-vis de l'étranger, qui existaient et s'aggravaient depuis un certain nombre d'années, ont revêtu au cours de cette période un caractère d'urgence, attirant l'attention du monde entier et suscitant une inquiétude universelle. Cette section retrace le cadre général dans lequel s'inscrivent ces événements et les efforts actuellement déployés pour y faire face.

L'accroissement marqué de l'endettement extérieur dans les années 70 résulte essentiellement de deux facteurs : l'impact immédiat des deux chocs pétroliers, celui de 1973 et celui de 1979, et l'existence d'un climat d'inflation et d'anticipations d'inflation. La première conséquence des chocs pétroliers a été une très forte augmentation des emprunts d'un grand nombre de pays importateurs de pétrole. De plus, ces chocs ont encouragé quelques pays, qui venaient de se découvrir des ressources pétrolières, à entreprendre des projets ambitieux de développement et de dépenses dont la viabilité dépendait d'une hausse continue du prix du pétrole. Mais l'augmentation marquée de l'endettement s'est produite dans le contexte d'une conjoncture largement inflationniste, aggravée par le fait que les taux d'intérêt ont été, pendant longtemps, bas par rapport au taux d'inflation.

début de 1983, le taux de change a été assez stable, se maintenant autour de 81 cents E.-U. Sur l'ensemble de l'année 1982, les taux d'intérêt à court terme canadiens ont baissé de quelque 5 points de pourcentage pour s'établir à 10 % environ. Le taux de base des prêts bancaires, qui se situait à 17¼ % vers la fin de 1981, est tombé à un niveau qui se situait entre 11½ % et 11¼ % au début de 1983. Sur la même période, les taux hypothécaires, qui étaient d'environ 17½ % pour les prêts à un an, sont tombés à 12 % ou moins. Quant aux taux d'intérêt à long terme, ils ont fléchi d'à peu près 3½ points de pourcentage en 1982. Comme les taux à court terme, ces taux avaient augmenté un peu durant le premier semestre de l'année, et toute la baisse s'est produite au second semestre. Comme dans le cas des taux à court terme, l'écart entre les taux à long terme canadiens et américains s'est creusé jusqu'en juillet, puis s'est rétréci.

qu'elle estimait que la tendance à la baisse des taux d'intérêt à court terme se maintiendrait plus longtemps et s'accroîtrait davantage si celle-ci ne provoquait pas un nouvel affaiblissement du dollar canadien sur les marchés de change ou si elle n'amenait pas les gens à douter qu'elle soit justifiée en termes de baisse du taux d'inflation. Le recul des taux à court terme enregistré au second semestre de 1982 a été un peu plus graduel au Canada qu'aux États-Unis, mais il a été aussi un peu plus prononcé. L'écart entre les taux à court terme pratiqués dans les deux pays s'est rétréci, passant de plus de 4 points de pourcentage à environ 1½ point. Une fois de plus, cet écart est devenu inférieur à la différence entre les taux d'inflation respectifs des deux pays, mais la situation de la balance des paiements du Canada s'était améliorée tandis que le taux d'accroissement des coûts et des prix reculait assez rapidement. De la fin d'août 1982 au

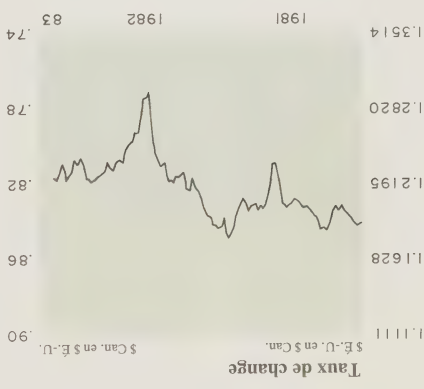


Taux d'intérêt à long terme pratiqués au Canada et aux Etats-Unis

Dans le but d'empêcher que la faiblesse croissante du dollar canadien sur le marché des changes n'entraîne une fièvre spéculative, la Banque du Canada a laissé les pressions à la hausse que l'évolution du marché des changes exerçait sur le taux d'intérêt se répercuter sur le marché monétaire intérieur. Les taux d'intérêt à court terme ont bondi de près de 2 points de pourcentage, avant que la confiance dans le dollar canadien ne se soit rétablie sur le marché des changes. Durant cette période, les taux de base pratiqués par les banques à charte ont augmenté de 1 1/4 point de pourcentage pour s'établir à 18 1/4 %.

La chute rapide des taux d'intérêt à court terme qui s'est produite aux Etats-Unis à partir du début du second semestre a contribué à creuser l'écart entre les taux canadiens et américains et à rétablir la confiance dans le dollar canadien. L'orientation anti-inflationniste du budget déposé en juin par le gouvernement fédéral a également joué en ce sens. La remontée du dollar canadien qui s'en est suivie a engendré un fort mouvement à la baisse des taux d'intérêt à court terme au pays. La Banque du Canada a atteint le rythme auquel ces taux diminuaient parce

disparu pendant un certain temps. Toutefois, les taux d'intérêt américains n'ont pas tellement diminué pendant quelques mois, tandis que le taux d'inflation au Canada se situait bien au-dessus du taux américain et que les manifestations d'un ralentissement de l'inflation étaient beaucoup moins nombreuses au Canada qu'aux Etats-Unis. Cette situation, sur laquelle sont venues se greffer, d'une part, l'inquiétude régnant dans certains milieux au sujet du degré de détermination des gouvernements à poursuivre au Canada des politiques anti-inflationnistes et, d'autre part, l'annulation d'un certain nombre de grands projets énergétiques, a miné graduellement la confiance en la valeur extérieure du dollar canadien. Cette perte de confiance a entraîné une baisse du dollar canadien, qui, à la clôture du marché des changes le 22 juin, a finalement touché un creux de 76,8 cents E.-U., le cours le plus bas jamais enregistré.



Taux de change

tenu du fait que la dépense globale continuait à se ralentir au Canada, la Banque du Canada a d'abord opposé une résistance aux pressions d'origine américaine qui poussaient à la hausse les taux d'intérêt à court terme canadiens, ce, dans l'espoir que ces pressions seraient de courte durée. C'est ainsi que l'écart dans les taux pratiqués dans ces deux pays a

L'évolution des taux d'intérêt en 1982

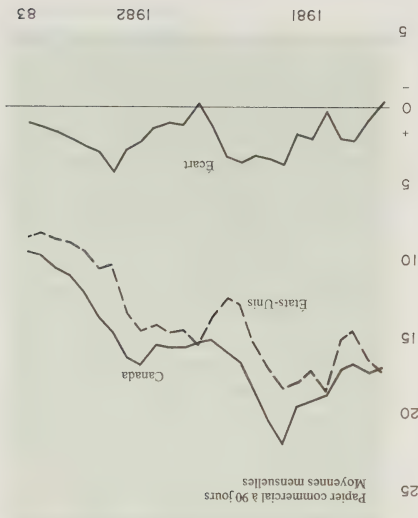
Après avoir enregistré, par rapport aux sommets atteints durant l'été 1981, une chute marquée qui s'est poursuivie jusqu'au tout début de 1982, les taux d'intérêt ont augmenté sur l'ensemble du premier semestre, puis ils ont de nouveau dégringolé jusqu'à la fin de l'année. Au début de 1983, ces taux se situaient aux alentours de 10 %, c'est-à-dire qu'ils avaient diminué de plus de moitié par rapport aux sommets qu'ils avaient déjà atteints.

Au Canada comme aux États-Unis,

la principale cause de la chute des taux d'intérêt qui s'est produite à partir du second semestre de 1981 a été la modification de la situation économique. Le taux de croissance de la dépense globale au Canada a nettement baissé, ce qui, dans un premier temps, reflétait surtout le ralentissement de l'activité économique, auquel est venu s'ajouter, par la suite, un recul considérable du taux d'accroissement des coûts et des prix. Il s'est aussi produit en même temps un affaiblissement de la demande de monnaie et de crédit. Le taux de croissance de la demande de crédit du secteur privé a subi au Canada une chute dépense globale, en partie à cause de l'arrêt de la vague des prises de contrôle de sociétés qui avait marqué l'année 1981.

Le renversement temporaire de la tendance à la baisse des taux d'intérêt au Canada, qui a été observé au premier semestre de 1982, s'est produit après la progression considérable que les taux d'intérêt à court terme avaient enregistrée aux États-Unis au début de 1982. Compte

Taux d'intérêt à court terme pratiqués au Canada et aux États-Unis



d'exportation canadiens comme le bois. Au Canada, la réduction des stocks des entreprises à des niveaux plus bas et plus adéquats et l'amélioration de la situation financière des ménages sont les signes les plus clairs que l'ajustement nécessaire à la relance de l'activité économique est en train de se faire. De plus, le taux d'inflation a diminué au Canada de façon appréciable au cours des derniers trimestres, de sorte que le climat dans lequel fonctionne l'économie est de loin meilleur que celui qui existait il y a un an et demi, au plus fort de la dernière poussée inflationniste.

A l'heure actuelle, l'économie canadienne est soumise à de fortes influences contradictoires. L'impulsion des facteurs cycliques d'origine intérieure et extérieure qui sont à l'œuvre depuis un an et demi a amené l'activité économique et l'emploi à de très bas niveaux. L'incidence de ces facteurs se manifeste encore fortement dans tous les secteurs de l'économie canadienne, mais on observe aussi des signes de plus en plus évidents d'une amélioration. Aux Etats-Unis, la balance a penché du côté de la reprise, ce qui a commencé à influencer le marché de certains produits

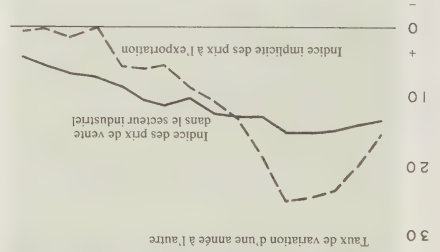
d'augmentation des éléments de l'indice des prix à la consommation qui sont le plus directement soumis à l'influence des forces du marché se ralentit de façon régulière depuis le premier trimestre de la récession, et cette modération peut être observée depuis quelque temps au niveau de certaines autres composantes de cet indice. L'augmentation des prix de l'énergie en particulier s'est considérablement ralentie par rapport au rythme très rapide enregistré en 1981 et durant la première partie de 1982. Enfin, on a également observé au fil des mois des signes plus manifestes d'un net ralentissement de la progression des coûts de la production intérieure. Le rythme d'accroissement des gains moyens s'est considérablement ralenti tout le long de l'année, et les augmentations obtenues en vertu des accords salariaux sans clause d'indemnité de vie chère (IVC) nouvellement négociés sont tombées au-dessous de la barre des 10 %, donc bien en deçà des niveaux caractéristiques de l'année précédente. Au second semestre de 1982 sont apparus certains signes d'une amélioration de la productivité, c'est-à-dire de la production par travailleur. Conjugée à la modulation des salaires nominaux, cette amélioration signifiait que la hausse des coûts de main-d'œuvre était moindre vers la fin de 1982 qu'elle ne l'avait été depuis de nombreuses années.

* * *

des marchés mondiaux avait déjà orientés à la baisse, ont continué à s'affaiblir jusqu'à l'automne de 1982, tandis que la hausse des prix de vente dans l'industrie continuait de se ralentir de façon régulière. Au cours des derniers trimestres, les prix à la consommation ont affiché un profil similaire de décélération, qui est de plus en plus visible. Le rythme

Indicateurs de l'évolution des prix et des coûts

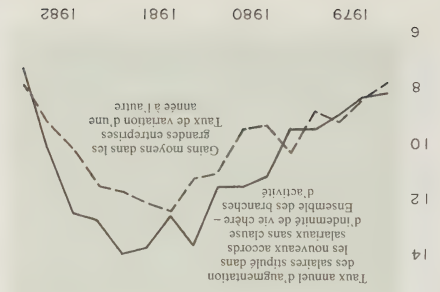
Prix de vente dans le secteur industriel et indice implicite des prix des marchandises exportées

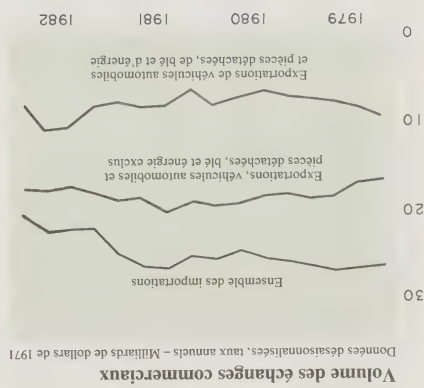
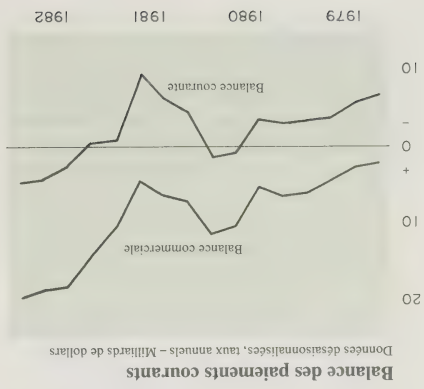


Indice des prix à la consommation



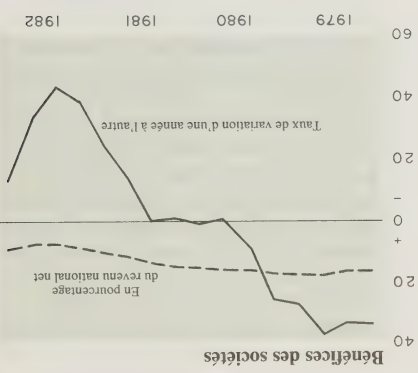
Mesures des salaires





que la balance courante, qui était déficit-taire auparavant, s'est soldée en 1982 par un excédent appréciable, voisin de 1 % de la DNB. Il est évident, toutefois, lorsqu'on analyse les choses de plus près que ce renversement est imputable dans une large mesure à la faiblesse de la demande et de l'activité économique. Les importations ont diminué considérablement sous l'impact du fléchissement de la demande intérieure. Comme il a été mentionné précédemment, les marchés d'un large éventail de produits d'exportation canadiens ont été faibles. Cependant, si l'on examine l'ensemble des exportations canadiennes, dont la tenue a été relativement

Comme la récession s'aggravait et se prolongeait, les pressions inflationnistes internes ont commencé à se résorber. Dans un premier temps, la modération de ces pressions s'est surtout manifestée au niveau des prix - en ayant une forte incidence négative sur les bénéfices des sociétés - mais depuis peu, elle s'est aussi étendue aux coûts intérieurs. Les prix des matières premières, que la conjoncture

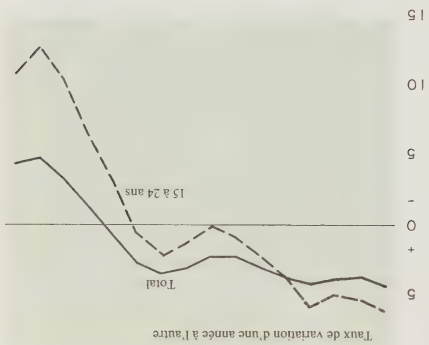
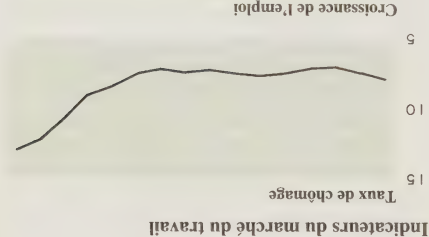


La hausse des coûts et des prix

La vigueur que le processus inflationniste avait acquise au Canada a persisté pendant une bonne partie de l'année 1981. Le taux d'accroissement de l'ensemble des coûts en salaire par travailleur a gagné 2 points de pourcentage pour s'établir aux alentours de 11 % vers le milieu de 1981. De plus, par suite des relèvements des prix de l'OEPE, l'énergie s'est renchérie de 30 % sur la période de quatre trimestres qui s'est terminée au milieu de 1981.

bonne, on observe que les reculs enregistrés dans ces secteurs ont été largement compensés par la progression des exportations d'énergie, de blé et de produits de l'industrie automobile.

manufacturier, tandis que les provinces de l'Est et de l'Ouest ont plutôt subi le contre-coup de l'affaiblissement de la demande extérieure de biens provenant du secteur



d'exploitation des ressources naturelles, phénomène qui s'est traduit par une diminution du volume des transactions et par une baisse des prix.

Un secteur de l'économie canadienne qui a particulièrement bien résisté à la dégradation de la conjoncture économique a été le secteur du commerce extérieur. L'excédent de la balance commerciale a atteint un nouveau record, tandis



la viabilité dépendant du renchérissement et du maintien des prix élevés de l'énergie.

Le ralentissement de la demande à partir du milieu de 1981 s'est vite répercuté sur la production. Comme à l'ordinaire, ce sont les industries productrices de biens qui ont été le plus durement touchées par ce ralentissement, mais le secteur des services en est aussi ressenti au fil des mois. La chute de l'emploi enregistrée pendant la période de six trimestres qui s'est terminée à la fin de 1982 a été de 5 %, et, en raison de la faiblesse particulière des industries productrices de biens, le chômage a frappé davantage les hommes adultes que les femmes. La situation a été encore plus dure pour les jeunes que pour chacune de ces deux catégories. Comme c'est habituellement le cas en période de baisse de l'activité économique, la première réaction des employeurs a été de réduire l'emploi. Et comme on devait s'y attendre également, le taux d'activité, soit la proportion de la population en âge de travailler qui occupe ou cherche un emploi, a baissé depuis le début de la récession. Le taux de chômage s'est néanmoins fortement accru, passant de 7 % en août 1981 à plus de 12 % ces derniers temps. Aucune région n'a été épargnée. De manière générale, on peut dire que les difficultés éprouvées par les provinces centrales ont été surtout liées à la faiblesse du secteur

L'activité économique

Tandis que l'inflation s'accélérait et que les taux d'intérêt poursuivaient leur ascension au second semestre de 1979, l'activité économique a commencé à se ralentir au Canada. Cependant, les dépenses en termes réels se sont remises à augmenter au milieu de 1980, et la dépense nationale brute en volume a été de 5 1/2 % plus élevée au deuxième trimestre de

Quelques composantes de la dépense réelle



1981 qu'elle ne l'avait été un an auparavant. Le trait frappant de cette progression rapide de la dépense (la DNB en dollars courants a augmenté de plus de 15 % sur la période comprise entre le milieu de 1980 et le milieu de 1981) réside dans la vigueur avec laquelle elle s'est poursuivie pendant

La réaction des entreprises a été dans l'ensemble similaire à celle des consommateurs. Devant la faiblesse de la demande, la diminution des bénéfices et la détérioration des bilans, les producteurs et les entreprises de distribution ont commencé à manifester une plus grande prudence. Aussi les stocks des entreprises ont-ils diminué constamment pendant plus d'une année. Les dépenses en immobilisations ont également chuté pendant presque toute la période considérée. À l'incidence de la conjoncture économique en général est venu s'ajouter le facteur particulier qu'a été la suspension d'un certain nombre de projets d'investissement d'envergure, dont

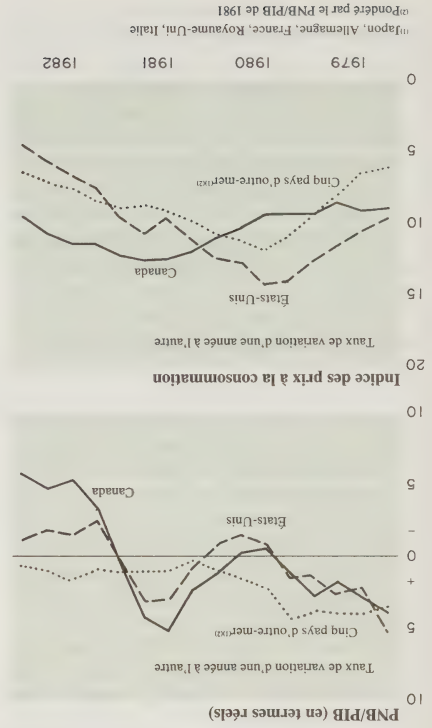
une bonne partie de 1981 malgré les fortes augmentations du loyer de l'argent. Ce phénomène semble s'expliquer par le fait que l'on croyait que les taux très élevés d'inflation allaient persister.

La grave récession qu'a connue le Canada – soit une baisse d'environ 7 % de l'activité économique par rapport au sommet atteint au milieu de 1981 – est en partie une conséquence directe de la faible conjoncture enregistrée à l'étranger. La demande d'un grand nombre de produits canadiens d'exportation, tels que les métaux, les produits forestiers et les produits manufacturés autres que les automobiles, a accusé une baisse substantielle. Parallèlement, toutefois, la dépense a été, en termes réels, encore plus faible sur le marché intérieur que sur les marchés d'exportation. Les dépenses discrétionnaires des ménages en biens de consommation comme les véhicules automobiles ou les articles d'ameublement ont été particulièrement faibles, de même que les dépenses consacrées à l'achat de maisons neuves. Les mises en chantier de logements ont fortement diminué jusqu'à la fin de 1982. Elles ont repris leur progression tout récemment par suite, d'une part, de la diminution du coût du financement hypothécaire qui a déjoué de la baisse des taux d'intérêt et du prix des maisons et, d'autre part, des programmes mis en œuvre par les pouvoirs publics.

L'économie canadienne a dû faire face en 1982 à une chute marquée de la production et à une montée rapide du chômage. L'inflation a pour sa part continué de se ralentir. D'autres grands pays industrialisés ont connu une situation similaire, bien que la baisse de la production ait été en moyenne moins forte dans ces pays et que l'inflation y ait commencé à s'atténuer plus tôt qu'au Canada.

A la base du profil affiché par l'économie mondiale au cours de la dernière

Comparaisons internationales



année, on trouve le processus continu d'ajustement à des taux d'inflation plus faibles, qui s'est amorcé en 1979 avec le durcissement des politiques financières restrictives suivies dans la plupart des grands pays industrialisés. Dans un climat où la détermination des autorités à opposer une forte résistance à l'inflation a souvent semblé douteuse, le renforcement persistant des pressions à la hausse sur les coûts et les prix avait fait augmenter considérablement les anticipations inflationnistes. Dès 1979, des signes de plus en plus nombreux indiquaient que les anticipations d'une accélération de l'inflation commencent à s'auto-alimenter. En réaction à ces pressions, les taux d'intérêt ont augmenté considérablement en 1979 dans la majorité des pays industrialisés tandis que les politiques budgétaires se durcissaient. Il en est résulté un processus d'ajustement à une conjoncture moins inflationniste qui se poursuit encore, mais cela s'est fait de façon différente et à un rythme différent selon les pays.

Au Canada, il s'est produit, entre le milieu de 1980 et le milieu de 1981, un gonflement de la demande et un renforcement marqué des pressions inflationnistes. Réaction imputable en partie à ces phénomènes, la chute de l'activité économique a été depuis lors très brusque, surtout par comparaison aux Etats-Unis, où la reprise économique avait été moins forte qu'au Canada durant la période 1980-1981. Le taux d'inflation au Canada a commencé à réagir à l'affaiblissement de la conjoncture des marchés en 1981, mais cette réaction a été assez graduelle, particulièrement au chapitre des coûts de production intérieure. Cependant, le taux d'inflation a été, durant la dernière partie de 1982 et au début de 1983, beaucoup moins élevé qu'il n'avait été un an plus tôt.

elle consiste aussi en un changement d'attitude vis-à-vis du fonctionnement de l'économie. La tendance à croire que des hausses rapides de revenu peuvent être facilement obtenues est fortement ébranlée par une dure réalité économique : les hausses de revenu doivent être justifiées par l'efficacité de la production. Les décisions économiques qui sont prises à l'heure actuelle au Canada sont empreintes d'un réalisme que l'on n'avait pas observé depuis assez longtemps. C'est sur ce fait que repose l'amélioration de nos perspectives économiques. C'est la meilleure assise sur laquelle peut reposer la confiance dans l'avenir de notre économie.

hausse tendancielle des prix. Dans ce cas, la production ne sera guère perturbée, et la répartition des revenus guère modifiée, à moins que des changements sur les marchés extérieurs ne viennent compliquer le processus d'ajustement.

Toutefois, si les agents économiques ne réagissent pas avec souplesse, le processus engendrera davantage de perturbations. Les pressions du marché se traduiront par une baisse de l'emploi et de la production, plutôt que par un recul de l'inflation.

Au Canada, la réaction a été d'une lenteur désespérante. Les profits ont considérablement baissé, mais la tendance à la hausse des coûts salariaux a tardé à s'infléchir de façon significative. Cette situation s'explique sûrement, du moins en partie, par l'existence de certains mécanismes qui ont fait contrepois aux pressions du marché. Cela a accru à son tour le degré de pression qu'il fallait exercer sur le marché pour réduire l'inflation et à aggraver les pertes subies aux chapitres de l'emploi et de la production.

Il semble qu'une gamme très variée de mécanismes en place dans les secteurs privé et public ait contribué à créer cette situation. Ces mécanismes ont un dénominateur commun : ils diminuent la concurrence sur le marché du travail ou sur celui des biens. Il faudrait en faire un examen approfondi pour déterminer s'ils servent l'intérêt national. Si tel était le cas, il faudrait accepter sans sourcilier la baisse de l'emploi et de la production dont ils s'accompagnent. Dans le cas contraire, il faudrait remplacer ces mécanismes par de meilleurs. Nous devrions cesser de nous complaire dans l'illusion, confortable, qu'il existe un moyen quelconque d'utiliser les politiques monétaires et budgétaires pour assurer un niveau d'emploi élevé et une production efficace, quelles que soient les politiques ou pratiques suivies dans d'autres domaines. Nous devrions étudier de façon plus minutieuse les conséquences de ces autres politiques et pratiques afin de déterminer si nous sommes disposés à les accepter.

Le programme des 6 et 5 % mis sur pied par le gouvernement fédéral ainsi que les programmes comparables adoptés par les provinces sont des initiatives visant à accélérer la réaction des coûts et des prix à la conjoncture anti-inflationniste actuelle. Ces programmes ont pour effet d'annuler temporairement les autres mécanismes qui servent à déterminer certains coûts et prix. Je crois que ces initiatives faciliteront la transition à un climat économique moins inflationniste.

Dans ces observations, j'ai surtout traité de problèmes, comme le font d'ailleurs la plupart de ceux qui écrivent sur la situation économique actuelle. Certes, les problèmes ne manquent pas. Toutefois, pour avoir une vue objective de la conjoncture économique au pays et à l'étranger, il faut également tenir compte des aspects positifs de la conjoncture, dont voici les principaux : l'économie mondiale est en train de se remettre de l'inflation, la récession économique liée au processus d'ajustement ne semble pas devoir s'aggraver, les forces économiques jouent de plus en plus dans le sens d'une reprise et, enfin, les premiers signes de cette reprise se manifestent timidement.

Ce qui me semble le plus clair et le plus rassurant dans la conjoncture économique actuelle, c'est le fait que le Canada et bon nombre d'autres pays s'efforcent de venir à bout des excès provoqués par l'inflation des années 70. Cela devait arriver tôt ou tard et ne pouvait se faire qu'à grande peine. Mais heureusement, cette transition est sur le point de s'achever. Les progrès que nous avons accomplis se manifestent clairement dans la tendance des coûts et des prix, le taux d'inflation s'est considérablement ralenti et continue de baisser. Ces progrès se manifestent également dans l'évolution des taux d'intérêt, qui fléchissent à mesure que le taux d'inflation recule. Mais cette transition est encore plus profonde;

se relève de l'inflation, j'ai déjà fait allusion au fait que notre système économique a opposé une résistance opiniâtre à une réduction de la hausse continue des coûts et des prix. Pourquoi cette résistance a-t-elle été si opiniâtre?

Permettez-moi d'abord de mettre en doute que quiconque puisse donner une réponse définitive à cette question. Celle-ci touche un aspect du fonctionnement de la société canadienne qui a été par trop négligé. Tout élément de réponse que pourrait apporter à cette question la Commission royale d'enquête sur l'union économique canadienne et les perspectives de développement, qui a été créée récemment, sera le bienvenu. Il y a mon avis de bonnes chances qu'un examen approfondi de la question débouche sur des politiques qui contribueraient à améliorer considérablement les perspectives d'emploi et de production au Canada.

L'effort déployé au Canada depuis quelques années pour réduire l'inflation repose sur une politique financière restrictive, qui est mise en œuvre par le biais des forces du marché. Cette approche n'a rien de nouveau. Nous vivons dans une économie de marché; l'inflation se produit par le jeu des forces du marché lorsque les conditions financières sont trop relâchées; dans le passé, nous avons déjà réduit l'inflation par une politique financière restrictive axée sur les mécanismes du marché; et nous avons parfois bénéficié d'assez longues périodes de prospérité sans inflation notable, en comptant sur les forces du marché pour maintenir un juste équilibre.

Le coût qu'implique la réduction de l'inflation par le jeu des forces du marché dépend de la souplesse avec laquelle les coûts et les prix réagissent aux pressions du marché. S'ils réagissent avec beaucoup de souplesse, l'affaiblissement de la demande sur les marchés entraînera un ralentissement marqué de la hausse tendancielle des coûts de main-d'œuvre, de certains autres coûts et des bénéfices d'exploitation, et par conséquent, un ralentissement marqué de la

taux de change est si salutaire pour l'économie, on peut se demander pourquoi les choses n'ont pas mieux été au Canada. L'un des principales raisons est que la dépréciation de notre monnaie s'est accompagnée d'un taux élevé d'inflation. En somme, la baisse du taux de change a été plus frustrante qu'autre chose; personne n'y a trouvé son compte.

* * *

Les événements qui se sont produits en 1982 ont fait ressortir avec une très grande netteté les problèmes que le monde a hérités de la poussée inflationniste des années 70. La plupart des pays vivent un grand nombre de situations difficiles qu'ils doivent corriger ou dont ils doivent s'accommoder d'une manière ou d'une autre pendant que l'économie mondiale se remet de l'inflation. La transition se révèle partout un processus douloureux, mais il n'est nul part autant que dans les pays en développement ou du Tiers-Monde.

La situation de ces pays a été mise en relief ces derniers temps par les difficultés qu'ils ont à gérer leur imposante dette extérieure, dont une grande partie a été contractée assez récemment. On trouvera dans une autre section du Rapport un bref exposé des origines et de la nature du problème. Il y est fait également mention de la contribution que la Banque du Canada a apportée, au nom du Canada, à un certain nombre d'initiatives financières internationales prises récemment en vue d'aider à régler ce problème. Il est possible que l'on ait à envisager, au cours des prochaines années, beaucoup d'autres initiatives internationales de ce type ou d'un autre, car le problème est grave et est loin d'être résolu. J'ajouterai ici seulement que la nature du problème est bien comprise et que j'ai bon espoir que ceux qu'il concerne sauront prendre les mesures qui s'imposent.

Une autre section du Rapport traite du processus d'ajustement par lequel l'économie canadienne doit passer tandis qu'elle

plutôt faibles vers la fin des années 70, se sont intensifiées par la suite et sont encore très fortes. Cette évolution résulte dans une très large mesure du durcissement marqué de la politique monétaire survenu aux États-Unis à l'automne de 1979 et de la montée en flèche des taux d'intérêt qui s'en est suivie dans ce pays.

Il semble que certains Canadiens persistent à croire qu'il devrait être possible de gérer notre économie sans trop se soucier de ce qui se passe aux États-Unis. Cela est impossible, vu les liens très étroits et la grande interdépendance qui existent entre les deux pays. Il faudrait, pour que cela soit possible, rompre ces liens en restreignant les échanges commerciaux et les mouvements de capitaux. Le coût économique d'une telle rupture serait si élevé pour le Canada qu'il est difficile de concevoir qu'on puisse sérieusement la proposer comme solution. Le Canada compte parmi les pays qui bénéficient le plus de l'interdépendance économique.

On dit parfois qu'un pays comme le Canada peut à la fois profiter d'une grande interdépendance sur le plan des échanges internationaux et jouir d'une grande indépendance sur le plan de la politique économique si on laisse tout simplement le taux de change évoluer librement au gré des pressions du marché des changes. Cette thèse a connu une grande vogue dans les années 60, et, dans de nombreux milieux, on avait placé beaucoup d'espoir dans les avantages que les nations commerçantes allaient tirer du système de taux de change flexibles vers lequel la plupart des pays du monde se sont orientés dans les années 70. La réalité a été plutôt différente. De fait, les cours des monnaies des grandes nations commerçantes ont enregistré d'importantes variations, mais ce qui retient maintenant le plus l'attention, ce sont les effets perturbateurs que ces fluctuations ont sur les politiques économiques nationales et sur le commerce international. L'on reconnaît de plus en plus la nécessité d'harmoniser davantage les politiques économiques

nationales — y compris le dosage des politiques budgétaires et monétaires — de façon à stabiliser les taux de change.

L'argument économique en faveur d'une stabilité aussi grande que possible des taux de change est facile à comprendre. Pour les pays qui font beaucoup d'échanges avec l'étranger, le taux de change est, par définition, un prix très important. On peut raisonnablement dire, en parlant du Canada, que le taux de change du dollar canadien par rapport au dollar E.-U. est le prix le plus important de toute l'économie. Il a, directement ou indirectement, une influence considérable sur toute la structure des prix canadiens. Laisser un prix de cette importance subir au Canada de très fortes fluctuations engendrerait, au niveau de l'activité économique, les effets les plus perturbateurs que l'on puisse imaginer.

Les arguments en faveur d'une stabilité aussi grande que possible du taux de change ne sont pas nécessairement des arguments en faveur d'une stabilité du taux de change à un niveau inadéquat. Le problème est le suivant : Comment sait-on si un taux de change est adéquat ou non ? Les divers groupes d'agents économiques ont, en ce qui concerne le taux de change, des intérêts divergents, parfois même contradictoires. Le conflit entre les intérêts des entreprises exportatrices et ceux des consommateurs de produits importés en est l'exemple le plus clair. Il faut arriver à maintenir un équilibre entre l'intérêt public qui veut que les industries exportatrices d'un pays soient raisonnablement concurrentielles sur les marchés étrangers et l'intérêt public qui veut que la structure des coûts et des prix induites par une dépréciation de la monnaie. Certains semblent penser que cet équilibre n'a pas été maintenu ces dernières années au Canada et que la politique monétaire a trop protégé le taux de change. Cette opinion est plutôt surprenante si l'on considère l'ampleur et le rythme de la dépréciation du dollar canadien au cours des six dernières années. Si la dépréciation du

Banque a fait de l'agrégat M1 comme guide. Je me limiterai à souligner ici que la décision prise par la Banque en novembre dernier de laisser de côté les fourchettes-cibles de croissance de M1 ne reflète pas une modification fondamentale de son approche en matière de politique monétaire. Cette décision a été prise simplement parce que M1 ne se prêtait plus à la formulation de cibles monétaires, car la relation qui existait entre cet agrégat, les taux d'intérêt et la dépense globale n'était plus assez fiable. Nous n'avons pas encore réussi à trouver un autre agrégat qui convienne à la détermination de nouvelles cibles d'expansion monétaire. Cet état de choses influence la manière dont nous définissons notre politique mais non la politique elle-même. Nous continuons de croire que la politique monétaire doit amener l'expansion monétaire à adopter un rythme tendanciel qui favorise une croissance économique sans inflation. Interprétés avec soin, les agrégats dont nous disposons donnent une idée de la tendance de l'expansion monétaire.

Une autre difficulté que la Banque du Canada a rencontrée en exerçant des pressions anti-inflationnistes sur l'économie canadienne avait trait à l'intensité et à la stabilité de ces pressions. Afin de réduire au minimum les tensions qui découlent du plan économique, du rétablissement de la stabilité monétaire, la Banque n'a pas voulu adopter une politique plus restrictive qu'il ne le fallait pour réaliser cette stabilité en un certain nombre d'années. On ne pouvait prévoir avec assurance le degré de restriction monétaire nécessaire en raison de la connaissance limitée que l'on avait de la façon dont l'économie canadienne allait réagir. Il est clair maintenant que l'économie canadienne a opposé une vive résistance au ralentissement de l'inflation. Je reviendrai sur cette question.

L'intensité des pressions anti-inflationnistes dont l'économie canadienne a fait l'objet a été très inégale au cours des dernières années; ces pressions, qui étaient

L'initiative de la Banque aurait été tout à fait pernicieuse.

Le fait est que la politique monétaire au Canada est conduite par le biais du marché, et le pouvoir qu'a la Banque du Canada de réduire rapidement les taux d'intérêt est bien moindre qu'on ne l'imagine souvent. Le principal pouvoir que possède la Banque pour faire baisser les taux d'intérêt réside dans sa capacité de contribuer à une baisse du taux d'inflation, et cela ne peut se faire du jour au lendemain.

L'usage que fait la Banque du Canada de la marge de manœuvre dont elle dispose en réalité peut paraître être l'objet de discussions. Comme je l'ai déjà dit, la possibilité de faire baisser les taux d'intérêt est toujours très limitée par la conjoncture du moment. Les choix qui s'offrent à l'intérieur de ces limites sont normalement trop restreints pour qu'ils puissent avoir, à court terme, des effets économiques importants, mais leur incidence à long terme est considérable. Ce sont les effets cumulatifs que la politique monétaire peut avoir sur la longue période qui comptent le plus. Si le taux d'expansion monétaire reste trop bas sur longue période, il freinera la croissance économique; s'il est trop élevé, il entraînera l'inflation. Voilà la vraie nature de la politique monétaire.

L'objectif que la Banque du Canada poursuit depuis de nombreuses années déjà consiste à exercer une pression à la baisse, modérée mais continue, sur le taux d'inflation au pays. Cela constitue naturellement un objectif intermédiaire; l'objectif ultime est de favoriser une prospérité économique soutenue.

La poursuite de cet objectif a obligé la Banque à ralentir le rythme excessif que l'expansion monétaire avait atteint au Canada au début des années 70. La Banque a dû ainsi faire face à de nombreuses difficultés. L'expansion monétaire est un concept analytique qui ne peut servir à des fins particulières. Une section de ce Rapport est consacrée à l'utilisation que la

Nous n'avons d'autre choix que d'essayer un « traitement » quelconque.

Ce que je veux dire ici, c'est que même si les problèmes économiques mondiaux sont les plus graves que l'on ait connus depuis les années 30, ils ne peuvent pas être réglés par un recours vigoureux à la stimulation financière. La raison en est que les succès dont ont été couronnées dans le passé les mesures de stimulation financière ont encouragé les pouvoirs publics à en faire un usage exagéré, ce qui a donné naissance à la Grande Inflation des années 70. Bon nombre des problèmes auxquels nous faisons face actuellement résultent des distorsions engendrées par cette inflation. Nous ne pourrions pas les résoudre en adoptant les politiques mêmes qui les ont causées. Pour assurer de nouveau le bon fonctionnement de nos économies de marché et pour stimuler le commerce international, nous devons d'abord rétablir la confiance dans la valeur de nos monnaies. Rien n'aura pas été fait. La confiance dans la valeur des monnaies ne s'est érodée que lentement, et on ne doit pas s'attendre à ce qu'elle se rétablisse en un tour de main. Cela ne signifie pas qu'il faille dénier, dans le proche avenir, toute marge de manœuvre aux politiques budgétaires et monétaires, mais plutôt que toute politique financière globale doit être à la fois conforme aux exigences d'un progrès continu vers la stabilité des coûts et des prix et perçue comme telle par un public sceptique. Si cette politique n'est pas perçue comme telle ou encore si elle suscite la crainte d'une résurgence de l'inflation, elle aura des effets pervers sur l'économie.

* * *

L'affirmation la plus certaine qu'on peut faire au sujet des meilleurs moyens de combattre l'inflation est que le contrôle de l'expansion monétaire – c'est-à-dire de la création de monnaie – est un élément essentiel de tout programme de lutte contre l'inflation. Cette affirmation ne prête pas à controverse, et il n'y a pas lieu de s'y attarder. Dans le débat actuel, elle n'est pas tant contestée que négligée. Au Canada, l'instabilité qui est investie de la responsabilité du contrôle de la création monétaire est soulevée par la Banque du Canada. Les gens essaient de nous pousser à prendre des mesures qui impliqueraient un abandon du contrôle de la création de monnaie; ce faisant, ils ne semblent pas se rendre compte que c'est cela qu'ils nous demandent en réalité. Évidemment, nous devons refuser.

À mon avis, la principale confusion qui règne dans l'esprit des Canadiens au sujet de la banque centrale, c'est de croire que la Banque du Canada pourrait, si elle le voulait, amener les taux d'intérêt à s'établir, à plus ou moins brève échéance, à des bas niveaux. Cette confusion semble découler du fait que la Banque est en mesure d'exercer, dans des limites données, une influence considérable sur les taux à court terme. Pour cela, elle modifie le montant des réserves qu'elle met à la disposition du système financier et influence, par le fait même, les décisions des institutions financières en matière de prêts et d'emprunts. Ce moyen d'agir sur les taux d'intérêt, pour puissamment qu'il soit à l'intérieur de certaines limites, a des effets pervers si l'on sort de ces limites. Si la Banque tentait de forcer les marchés financiers à accepter une structure des taux d'intérêt qui, dans l'optique des observateurs canadiens et étrangers, était de nature à entraîner une aggravation de l'inflation au pays, les détenteurs de titres libellés en dollars canadiens s'empresseraient de les vendre. Même des taux d'expansion monétaire très élevés ne pourraient empêcher une escalade des taux d'intérêt pratiqués sur le marché.

comporte la stimulation financière, en tant qu'instrument de politique économique, est devenue de plus en plus manifeste : on ne peut compter sur les effets bénéfiques de la stimulation dans une société qui n'a pas confiance dans la valeur future de sa monnaie. Lorsque les gens s'attendent ou craignent que l'inflation reste élevée ou s'accroisse, ils ont tendance à voir dans les politiques de stimulation financière une justification de leurs attentes ou de leurs craintes. Les mesures qu'ils prennent alors pour se protéger font augmenter les coûts et réduisent les effets bénéfiques que la stimulation financière vise à engendrer au niveau de l'emploi et de la production.

C'est là la difficulté, plus ou moins grande selon les cas, devant laquelle se trouvent placées les autorités financières de toutes les sociétés d'économie de marché. Plus l'inflation qu'a connue un pays dans un passé récent a été forte, plus fragile sera la confiance des agents économiques dans la valeur future de la monnaie et plus grands seront les risques que les stimulants d'ordre financier accélèrent l'inflation plutôt que de favoriser l'emploi et la production. Cela restreint la marge de manœuvre des pouvoirs publics et explique pourquoi la plupart des pays hésitent à appliquer, au cours de la présente récession, des mesures de stimulation économique aussi vigoureuses que celles prises au cours des récessions précédentes.

Une des réactions que suscite un tel raisonnement consiste naturellement à dire : Et alors ? Si certains effets de la stimulation financière se perdent sous forme d'inflation, certains autres ne se perdent pas, et la réaction normale des responsables des politiques devrait être d'augmenter la dose, non de la diminuer. Ceci n'est rien d'autre que l'argument selon lequel l'aggravation de l'inflation est un prix qui vaut la peine d'être payé si l'on veut créer des emplois. La difficulté de cet argument est qu'il s'appuie sur une fausse prémisse, à savoir que les sociétés ont le loisir de se payer des

emplois avec de l'inflation. Ce choix, elles ne l'ont plus ou, si elles l'ont, ce n'est que pour un laps de temps très court. Il est possible qu'un tel choix ait existé quand la confiance dans la valeur future de la monnaie était encore solide, mais cette époque est révolue. Lorsque cette confiance est faible, tout ce que l'on peut se payer avec plus d'inflation, c'est davantage d'inflation. Les gains qu'on peut en tirer au niveau de l'emploi ne peuvent être que de courte durée.

Ce qui précède n'est en quelque sorte qu'une répétition de ce que j'ai déjà dit à maintes reprises, à savoir que la disposition à accepter l'inflation n'est pas une solution à la mauvaise tenue de l'économie. Naturellement, je suis heureux de constater que ce point de vue est partagé par beaucoup de gens. Pendant un certain temps, presque personne ne semblait être d'avis contraire. Mais les voix discordantes ont recommencé à se faire entendre, invoquant des arguments tels que « le remède est pire que le mal », ce qui revient à dire que la lutte contre l'inflation est pire que l'inflation elle-même. Raisonner de cette façon, c'est méconnaître la gravité du mal. Il est vrai que l'inflation se présente au début comme un mal bénin ; tant qu'elle apparaît comme un phénomène accidentel et passager, elle crée une impression de prospérité et contribue à la croissance économique. Cela continue tant que les gens ne se comportent pas en anticipant une persistance de l'inflation. Cependant, lorsque l'inflation dure pendant un certain temps, elle change de nature. Les gens la perçoivent comme un mal endémique et agissent comme s'ils s'attendaient qu'elle persiste, de sorte qu'elle s'alimente d'elle-même. C'est alors que surviennent les vraies difficultés. Si l'on ne combat pas l'inflation, si on la laisse se développer, elle s'accroît inévitablement. Et si l'on permet au processus de se poursuivre, il parviendra au stade final qui est l'hyperinflation, c'est-à-dire la perte complète de la valeur de la monnaie. Pour éviter un tel aboutissement, il faut tôt ou tard combattre l'inflation.

énoncés d'objectifs et qu'elles ne disent rien de la façon dont ces objectifs pourraient être atteints. Mais même si l'on se limite aux mesures spécifiques proposées, on observe qu'elles ne manquent pas de diversité. Certains préconisent une plus grande expansion monétaire, tandis que d'autres nous mettent en garde contre une telle approche; certains souhaitent voir adopter des mesures budgétaires plus expansionnistes, tandis que d'autres s'y opposent; certains aimeraient plus de réglementation directe d'un genre ou d'un autre, tandis que d'autres voudraient que l'on s'en remette davantage aux mécanismes du marché; certains souhaitent voir accorder plus de pouvoirs à des groupes donors, tandis que d'autres demandent qu'on leur en retranche; certains pensent que le Canada devrait embolter le pas aux autres pays, tandis que d'autres croient que nous devrions faire cavalier seul. Et j'en passe. Un point encourageant qui ressort du débat actuel est que la plupart des gens se rendent bien compte que les problèmes économiques auxquels le Canada fait face ne sont pas apparus soudainement et qu'ils ne peuvent être résolus du jour au lendemain. Dans le domaine de la politique économique, considérer les événements dans une perspective à assez long terme est le commencement de la sagesse. On peut rarement comprendre les difficultés économiques de l'heure si on ne les replace pas dans leur contexte historique.

Pour un grand nombre de pays, la période qui a débuté à la fin de la Deuxième Guerre mondiale et s'est terminée il y a quelques années a été une période de grande prospérité économique. Il est peu probable qu'une autre période de l'histoire de l'humanité ait vu les conditions de vie d'un si grand nombre de gens s'améliorer aussi rapidement. L'un des facteurs qui ont contribué à cette prospérité a été le succès des politiques adoptées par les grands pays industrialisés dans le but de maintenir un climat favorable à la croissance économique. Ces politiques procédaient du ferme

engagement pris par les gouvernements de ces pays de maintenir des niveaux élevés d'emploi et de production et elles impliquaient que les gouvernements et les banques centrales étaient disposés à adopter des politiques budgétaires et monétaires expansionnistes aux moindres signes de récession économique.

Cette stratégie a fonctionné assez bien pendant assez longtemps pour devenir, dans un grand nombre de pays, la solution classique en matière de gestion économique. Ainsi, il était devenu normal de recourir aux stimulants financiers dès que la situation économique s'assombrissait. Le recours à la stimulation financière était considéré comme le plus sûr garant de niveaux élevés et soutenus d'emploi et de production dans les économies de marché. Les événements qui se sont produits au cours des quelque douze dernières années ont étalé au grand jour les problèmes que pose cette stratégie. Le principal problème est que la stimulation financière est difficile à doser, et la tendance persistante à administrer des doses excessives a eu de plus en plus pour résultat de provoquer des hausses successives des coûts et des prix au lieu d'une augmentation de la production et de l'emploi. C'est surtout à cela qu'est attribuable la poussée inflationniste mondiale du début des années 70. La crainte des facteurs de récession, de quelque nature qu'ils soient, a conduit les autorités d'un grand nombre de pays à suivre des politiques financières qui exerçaient, comme la preuve en a été faite par la suite, trop de pressions sur la capacité effective de leurs systèmes économiques d'accroître les niveaux d'emploi et de production. Par conséquent, les économies de ces pays ont connu de graves problèmes de surchauffe, qui ont engendré une forte dose d'inflation. Cette situation a été aggravée par le premier choc pétrolier et par quelques autres chocs d'intensité moindre, et c'est ainsi qu'a commencé la vague inflationniste qui a déferlé sur le monde.

Depuis, une autre des limites que

Mes Rapports annuels sont pour moi des occasions de décrire les épisodes de la

vie économique et financière du pays qui nous paraissent, à la Banque du Canada, les plus lourds de conséquences, d'attirer l'at-

tention sur les principales forces qui, à notre avis, façonnent le cours des événe-

ments et d'expliquer comment nous avons réagi à la conjoncture en mettant en œuvre

une politique monétaire donnée et pourquoi nous avons jugé que cette politique servirait

les intérêts de la nation. J'ai essayé, dans le présent Rapport, de faire le point sur ces

questions, qui font maintenant l'objet d'un débat exceptionnellement animé.

Les Canadiens sont très conscients des aspects négatifs de la conjoncture éco-

nomique actuelle. Ces aspects ont été très bien décrits par les media et par des com-

mentateurs venant de milieux très dif- férents. L'emploi et la production au

Canada sont bien en deçà des sommets déjà atteints; le chômage a pris des proportions

énormes; de nombreuses entreprises ont été accueillies à la faillite, et les chances de sur-

vie de beaucoup d'autres sont compro- mises; les taux d'intérêt et le taux d'infla-

tion sont encore élevés, même s'ils sont à la baisse. La conjoncture économique interna-

tionale n'a guère été plus favorable, car le

monde traverse la plus grave récession de l'après-guerre. Ces questions sont traitées

de façon plus détaillée dans les autres sec-

tions de ce Rapport. Il est tout à fait clair que la souffrance et la détresse que res-

sentent de nombreux Canadiens sont vives et persistantes. La déception et la frustra-

tion que suscite l'état actuel des choses sont d'autant plus fortes que nombre de

Canadiens en étaient venus à compter sur une prospérité croissante. 1982 n'aura cer-

tainement pas été une année heureuse. Le problème n'est pas que l'on

ignore les tristes aspects de notre situation économique ni que l'on y soit indifférent. Si le simple fait de décrire la situation ou d'ex-

primer le désarroi qu'elle suscite pouvait ar-

ranger les choses, tout irait bien. Mais, bien sûr, il n'en est pas ainsi. Le problème con-

sistant à trouver un remède demeure entier. Tous ceux qui s'intéressent à la ques-

tion doivent être frappés, et peut-être de- racière contradictoire des propositions

formulées pour résoudre nos problèmes économiques. Il est vrai que bon nombre des propositions qui ont les apparences de

BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR - 1982

Observations d'ordre général	5
L'évolution économique et financière	
L'activité économique et l'inflation	15
L'évolution des taux d'intérêt en 1982	21
Problèmes financiers internationaux	25
L'expérience de l'utilisation des agrégats monétaires	29
La gestion de la dette publique et les opérations de change	35
Tableaux en annexe	41
États financiers	51
Conseil d'administration	55
Cadres supérieurs	56
Représentants régionaux et Agences	57

Bank of Canada - Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 28 février 1983

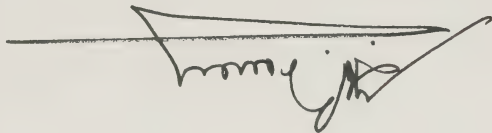
L'honorable Marc Lalonde, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions
de la Loi sur la Banque du Canada, j'ai
l'honneur de vous remettre ci-joint mon
rapport pour l'année 1982 ainsi qu'un état
des comptes de la Banque pour l'exercice
clos le 31 décembre dernier, signé et
certifié de la façon prescrite par nos
statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le
Ministre, l'expression de mes sentiments
distingués.

Le Gouverneur,



Banque du Canada
245, rue Sparks
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Banque du Canada

Rapport annuel du Gouverneur
au Ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année

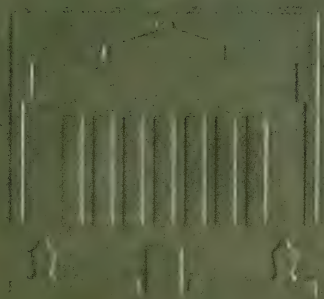
1982



JUN 16 1982

CAI
FN 73
- A55

Bank of Canada



Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1983

Bank of Canada
245 Sparks Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Bank of Canada · Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

February 29, 1984

The Hon. Marc Lalonde, P.C.,
Minister of Finance,
O t t a w a .

Dear Mr. Lalonde,

In accordance with
the provisions of the Bank of Canada Act
I am transmitting herewith my report for
the year 1983 and a statement of the
Bank's accounts for this period, signed
and certified in the manner prescribed in
the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read "G. B. Munro", is written over a horizontal line. The signature is stylized and cursive.

Governor

BANK OF CANADA

REPORT OF THE GOVERNOR – 1983

General Observations	5
Economic and Financial Developments	
Economic Activity and Inflation	13
Interest Rates, Credit Demands and the Monetary Aggregates	19
International Financial Problems	25
Developments in the Canadian Payments System	29
Debt Management and Foreign Exchange Operations	31
Appendix Tables	37
Financial Statements	49
Board of Directors	53
Principal Officers	54
Regional Representatives and Agencies	55

General Observations

Over the past year the economic situation in Canada has improved more than most observers would have dared to forecast. The level of total output appears to have recovered the substantial losses in the preceding recession and is moving into new high ground, although not all sectors of the economy have yet experienced this improvement. Employment has grown strongly and the rate of unemployment, though still high, has come down. The underlying rate of inflation by any reasonable measure has declined sharply, and at the end of 1983 was lower than we have had in Canada for more than a decade.

Most of this Report will be devoted to dealing in more detail with these and related developments in Canada during 1983 but first I want to look ahead. I think that everybody in Canada agrees that our country's economic objective is sustained prosperity. Agreeing on the objective is not the problem. The problem is how best to manage our affairs to achieve it; it is a problem of means, not of ends. What policies will maximize the chances that Canada's economic situation will continue to improve? In this section of my Annual Report I am going to talk about some of the important issues that relate to this question.

We all know that we live in an interdependent economic world and that the Canadian economy is very sensitive to its external environment, especially to economic developments in the United States. In

many important respects developments in the world economy over the past year have been favourable, and the present situation and prospects are much better than they were a year ago. Output in the industrial countries is rising, particularly in the United States but increasingly in Europe and Japan. The rate of inflation in most of the industrialized world is now relatively low and in many countries is still declining. These developments have been helpful to us in pursuing our economic objectives, and there seems a good chance that they will continue to be. But there are some economic problems in the outside world that we should bear in mind in considering our own future.

One problem is the international debt difficulties of many countries in the developing world. This problem and the world's response to it are described in a later section of this Report. The problem remains severe and will not be quickly resolved, but the co-operative and realistic way in which it is being grappled with provides a firm basis for optimism that it can in time be resolved. That resolution will require the cooperation of all participants, both borrowers and lenders, and Canada's vital interest in a healthy international system of trade and payments means that our country must continue to play its part. Canadian banks are involved in this process and are playing a responsible and essential role.

Another matter that must somehow be resolved if we are to see sustained and

dynamic progress in the world economy is the unbalanced state of government finances in many of the major industrial countries. Because of the dominant role of the United States in the world economy the U.S. fiscal deficit is of particular importance and has attracted widespread concern. That the fiscal deficit of the U.S. government is currently much too large to be sustainable is widely agreed both within and outside the United States, but effective U.S. action has been prevented so far by the absence of sufficient internal agreement on how to deal with it, that is, to what extent to reduce expenditures and to what extent to raise taxes. Concerns about whether and when the U.S. fiscal deficit will be dealt with has for some time put upward pressure on market interest rates both in the United States and around the world. Levels of interest rates in the United States that are high relative to the rate of inflation have not prevented a strong recovery of output and employment in that country but there is a lot of concern about what will happen as economic growth in the United States continues. How will the rising financing requirements of the expanding private sector be accommodated on top of continuing large financing requirements of the government? Will the competition for financing push U.S. interest rates even higher relative to the rate of inflation? I am confident that the United States will not make the mistake of trying to deal with the impact on its economy of an excessively large fiscal deficit by excessive monetary expansion but it is not at all clear what other consequences that deficit may have. Some of them may pose problems for Canada in the period ahead.

While the Canadian economy is unavoidably exposed to what happens abroad, that circumstance should not lead us to underestimate the importance to our economic welfare of our own policies and practices. Whether over time our economy performs better or worse than that of the United States or of our other trading part-

ners depends largely upon Canada's internal economic management, both public and private. The longer the time period that one has in mind the more is that the case. Whether the external environment is helpful or not we shall do much better in our pursuit of sustained economic prosperity if we keep our own house in order.

What are the questions about our own house that should be concerning us? A full answer to that question would be rather long. Good performance of the economy, like good health in the human body, depends upon a lot of systems working well both separately and together. But let me deal rather briefly with some aspects of the question.

I shall start with Canada's financial system. That system includes a large number of financial institutions of many different types providing a wide range of financial services. It is a good system, well developed, flexible and competitive, and quite capable of meeting Canada's requirements for financial services. There are some interesting and important questions currently under discussion but they are mainly questions about the suitability of the ground rules provided by legislation for the various classes of institutions in the system and I shall not go into those questions at this time. I want rather to concentrate on the role of monetary policy in the system because that is the direct responsibility of the Bank of Canada.

Monetary policy has to do with the regulation of the rate of creation of money and money-like claims in the financial system or, more simply, with the rate of monetary expansion. The proper goal of monetary policy is to achieve that rate of monetary expansion which best serves the needs of the economy, and that is a rate which does not give rise over time to tendencies towards either a decline in prices generally (deflation) or a rise in prices generally (inflation). The proper goal of monetary policy is thus monetary stability – stability in prices generally and therefore in the value of money.

In the light of recent experience it should hardly be necessary to argue the case that monetary stability will contribute more over time to good economic performance than any other monetary outcome. Does the heritage of problems left in the world by the widespread loss of monetary stability in the 1970s not provide sufficiently convincing support of that proposition? The idea, once rather popular, that high employment and output could be more readily achieved and sustained by being relaxed about inflation has surely now been demonstrated to be clearly wrong. Inflation and unemployment are not alternatives between which we can choose. Inflationary policies lead to poor economic performance, including high unemployment. The road to good economic performance is via monetary stability. That is why the proper goal of monetary policy is monetary stability.

In policy matters it is almost always much easier to describe the proper goal than it is to describe how that goal can best be pursued. That is certainly true of monetary policy. There has been and continues to be debate about the part that quantitative monetary targets should play as guides to monetary policy. This seems to me to be less a theoretical question than a practical one. Monetary targets that work well are useful, those that don't aren't. The fact that quantitative monetary targets may work well or badly in one country does not throw much light on how they will work in another country because each national financial system throws up different monetary aggregates. The difficult thing is to judge in advance in any country how well any particular target will work.

We in the Bank of Canada have had experience with quantitative monetary targets. We were and still are well disposed towards them because of their potential help in guarding against cumulative errors in monetary policy. We gave up announcing targets for M1 (currency and chartered bank demand deposits) because we found that

that aggregate ceased being a good guide to the rate of monetary expansion in Canada. The principal reason was that rapid innovation in the services provided by the banking system was leading businesses and persons to hold an increasing proportion of their transactions balances in forms other than demand deposits.

We continue to explore other monetary aggregates and to study their performance, but we have not yet found one that seems to us to be a sufficiently reliable indicator of monetary expansion in Canada to warrant its use as a formal target. We do however find that our study of the monetary aggregates throws light on their inter-relationship with economic developments and supplements our other analytic work in helping us to achieve a rate of monetary growth in Canada that is compatible with a movement over time towards price stability.

Changes in the rate of monetary expansion are brought about by the Bank of Canada through its management of the reserves of the banking system. A greater or lesser readiness to provide reserves induces responses in the banking system that have the initial effect of putting downward or upward pressure on interest rates in the short-term money market. It is by influencing the path of short-term interest rates that monetary policy affects the economy. Whatever the policy framework of the central bank this is the system of linkages with which it operates.

The operations of the Bank of Canada during 1983 were directed towards achieving short-term interest rate levels as low as were consistent with continued progress on inflation. The developments in the economy were such that progress on inflation was compatible with substantial stability in short-term market interest rates after a sharp decline that ended early in the year. This stability occurred while the economy itself was in major transition in various respects; it was in transition to the recovery phase of the business cycle following a

sharp cyclical contraction in employment and output and it was in a longer-term transition from high rates of price and cost inflation towards price and cost stability. The stability occurred with a mixture of very substantial public sector financing and unusual weakness in the demand for credit by the private sector. These matters are discussed further in later sections of this Report.

Since broadly similar transitions were underway in the U.S. economy it is not surprising that the paths of market interest rates in the two economies were broadly similar. Despite the fact that the rate of inflation continued to be higher in Canada than the United States, market interest rates in Canada were not as high relative to those in the United States as they normally are, and this was due mainly to two interrelated reasons. The cyclical decline in economic activity had been greater here than in the United States, and, partly as a direct consequence, Canada's balance in international trade was much stronger than it had earlier been. Our relatively strong trade balance was a positive factor in the foreign exchange market for the Canadian dollar and allowed the Canadian-U.S. exchange rate to remain stable despite the relatively low level of interest rates in Canada compared to those in the United States.

In this context I would like to say something about the Bank of Canada's interest in the foreign exchange rate. The Bank has not adopted the exchange rate for the U.S. dollar as some kind of a monetary target. Its interest in that exchange rate is rather a by-product of its goal of following a policy that is compatible with a continuing decline in the rate of inflation in Canada. Our concern is that exchange rate movements not prevent the reduction of price and cost inflation in Canada.

It is not possible to know in advance what paths for the Canadian exchange rate would be compatible with a return over time to price stability in Canada because the paths will depend in part on what happens

outside Canada. One does however know that sharp downward movements of the exchange rate are inflationary. They are followed almost at once by increases in the Canadian prices of internationally traded goods, and these price increases fan out through the economy, their spread being accelerated by increased expectations of inflation and increased efforts of people to protect themselves. Policy ought therefore to provide resistance against sharp downward movements. This means that Canadian policy should not be diverted even temporarily from the longer-term goal of price stability to some shorter-term objective of, say, trying to stimulate exports or restrain imports by exchange depreciation in order to ease the immediate problems of one group or another in the economy. We have had a good deal of experience with exchange rate depreciation in recent years. The record indicates that the relief available to particular groups would be of limited duration and the problems of the economy generally would be considerably increased.

If it happens that sharp downward movements of the Canadian exchange rate are generated by events abroad, the successful pursuit in Canada of increasing price stability requires that Canadian policy try to moderate the exchange rate movements and to offset their inflationary effects. That is the most constructive reaction possible. In its operations that is what the Bank of Canada has done.

An inflationary impulse in Canada coming from any source, including a decline in the exchange rate, inevitably puts upward pressure on Canadian interest rates. If the Bank of Canada were to try to neutralize that pressure by monetary policy, that is, by accelerating the rate of monetary expansion, our action would quickly be recognized by financial markets as reinforcing rather than offsetting the initial impulse and the upward pressure on interest rates would be intensified. The responses of the Bank of Canada to moderate but not to suppress the natural interactions of the exchange rate and

interest rates are part of its effort to encourage the Canadian economy to move towards price stability with as low a level of interest rates as the circumstances permit.

* * *

While a climate of monetary stability is the most effective contribution that monetary policy can make to nurturing the sustained expansion of employment and output in a market economy, how well the economy performs in that environment is largely determined by the policies followed outside the monetary field. Good monetary policy does not ensure good economic performance. What a country should do is look to its central bank to act in a way that creates and maintains over time a climate of monetary stability and then look to policies and practices followed elsewhere in its economy to ensure that they are of the character that encourages employment and output in that climate.

Many of these other policies and practices are important in determining the economic outcome. One of them is of course fiscal policy. Fiscal policy has to do with the structure and character of taxing and spending by governments and with the balance between their revenues and expenditures. Virtually every aspect of fiscal policy has effects on the nature of employment and output in Canada, the effects varying enormously with the economic circumstances, the nature of government expenditures and the way of financing them. We have in Canada at present a federal fiscal deficit that poses some of the same problems as that in the United States, and here as there it will be necessary to deal effectively with that situation over time if we are to achieve sustained economic prosperity. We in Canada also have the same problem as the United States does of deciding on the relative sizes of the public and the private sectors in the economy.

Most of the employment and output in Canada is generated in the private sector

of the economy. There will be little chance of sustaining economic prosperity in Canada unless the private sector is healthy and dynamic. That in turn depends more than anything else on the incentives for private sector activity being strong enough and of the right character to call forth constructive responses. Businessmen must see not only the prospect of a reasonable level of demand in the market but they must also see the possibility of being able to organize production in a way that will supply the market with a product that is of sufficiently high quality and sufficiently low cost to be competitive. The ability of national suppliers to be efficient enough to be competitive in both national and international markets is the key to sustained high employment and rising real incomes. Unless competitiveness in cost and quality is achieved and maintained the economy will not work well.

Achieving and maintaining such competitiveness takes a lot of doing by a lot of people. The role of the governmental authorities in this regard is mainly to achieve and maintain a climate in which competitiveness can flourish, and it is to the private sector that one looks, to business and labour, for the imagination and the energy to achieve efficient production of the right things at competitive costs. Keeping production efficient and competitive is a continual challenge because the economy is always in a state of flux; the demand is always changing, technology is always changing, the competition from other suppliers is always changing. This puts a high premium on economic flexibility, on the ability and willingness to change production practices and production costs quickly as circumstances require. While efficiency and flexibility in production are primarily challenges for the private sector, both business and labour, they are so difficult to achieve that governments should take great care to do as much as they can to encourage them and as little as possible to discourage them.

* * *

As I have already indicated, the main contribution that monetary policy can make to good private sector performance is confidence in the future value of money. In our sophisticated market economies the role of money is very important. To the extent that there is uncertainty about its future value it cannot play its role as effectively. The effect in real terms of financial contracts, including wage contracts, becomes to that extent uncertain, and the ability of markets to contribute to the efficient allocation of resources and to efficient production is eroded. Many people have spent a lot of time and effort trying to devise index-related systems that will work as well as stable money but they have not succeeded. Nothing works better than stable money.

The Canadian economy is still convalescing from the fever of inflation that gripped it in the 1970s. For most people it was a painful and even frightening experience. The strong monetary medicine that it took to beat the fever was certainly unpleasant and not many people would want to go through that experience again. Various debilitating after-effects are still with us. Both individuals and businesses are still in the process of repairing financial positions weakened because of inflation. Interest rates are as high as they are largely because those who save seek insurance against a possible resurgence of inflation. Businesses remain cautious about new investments in plant and equipment because of the uncertainties in projecting costs and prices. The wage settlement process is bedevilled by the fear that a resurgence of inflation will shrink real incomes.

We have now entered a year that may be critical in the struggle in Canada and abroad to return to stable money. To guard against another bout of inflation we should make sure that we recover fully from the last one. Our recovery from it has gone very well for more than a year but this is not the moment to risk a relapse. Complacency about our progress would risk actions that our improving, but still fragile, confidence in

the value of money cannot stand. The idea that it is good enough to have an inflation rate of 5 per cent and that we can now relax could easily have us worrying rather soon about an inflation rate much higher. Surely we have learned that if inflation is not resisted it inevitably worsens.

A tendency in the past for financial policy to run risks on the side of expansion is what generated the inflation of the 1970s, and those risks were taken in well-intentioned attempts to achieve more rapid rates of growth in economic activity. It took rather a long time for the policy misjudgments to show because confidence in the future value of money died hard. People generally simply did not believe that inflation would go as far as it did. But that confidence was badly eroded and has not been by any means fully restored. The result is that our societies are much less resistant to accelerating inflation than they were.

Appreciation of this vulnerability will help to save us from it. Central banks now know that financial markets will be very sensitive to evidences of a renewed outbreak of inflation and that market interest rates will react strongly and quickly upwards. The honeymoon would be short between any acceleration of the rate of monetary expansion in an effort to cause interest rates to fall and the strong reaction of financial markets towards higher interest rates as soon as they sensed what was happening. The room for exploiting confidence in the value of money to stimulate economic growth by inflationary financial policy has largely disappeared.

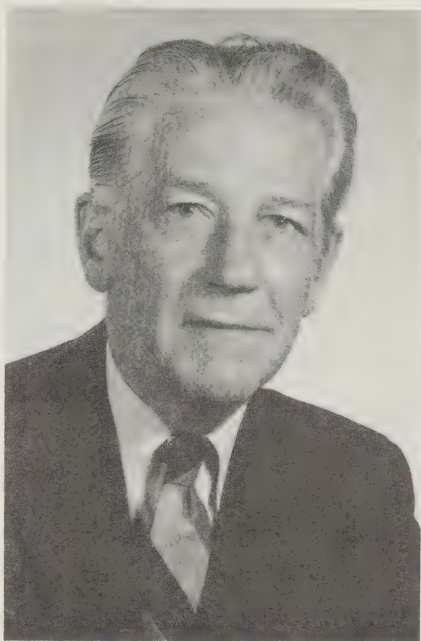
I believe that we have learned from our difficult experience and I observe a much more realistic approach in the country to economic issues. We have made substantial progress in the last year and we now have a better economic base from which to move forward than we have had for a long time.

* * *

I wish to record the retirement on February 29, 1984 of Mr. R. William Lawson as Senior Deputy Governor of the Bank and the appointment of Mr. John W. Crow to succeed him.

The responsibility of the Senior Deputy Governor was described in a submission to the Royal Commission on Management and Accountability in the following terms:

The degree of responsibility which rests on the Senior Deputy Governor is not very different from that of the Governor. The Senior Deputy Governor has all the powers of the Governor in the absence of the latter. Moreover, he is the only director who has ready access to the same information available inside the Bank as the Governor and who participates in the day-to-day decisions regarding the operations of the Bank. This means that the Senior Deputy Governor can be supposed to feel virtually as much responsibility for the conduct of the Bank as the Governor, and he is well placed to act as a check on the Governor if he thinks it necessary. The efficient management of the Bank thus requires a very close partnership between the two.



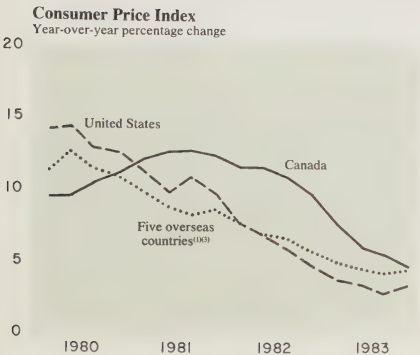
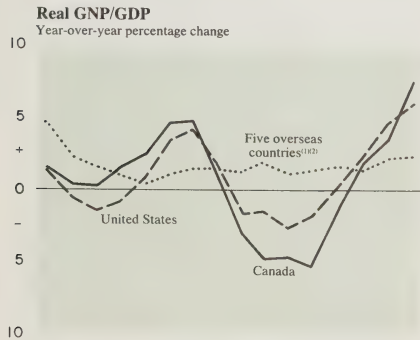
R. William Lawson

Mr. Lawson has made an outstanding contribution to the affairs of the Bank over a career that stretches back to August 1940. In the period since March 1, 1973, the date he was appointed Senior Deputy Governor, we have worked together very closely and I would like to take this opportunity to express my personal appreciation for his support and cooperation.

Economic Activity and Inflation

In an environment of rapidly decelerating inflation there was a significant recovery of spending and associated increases in output and employment in Canada during 1983. Nevertheless, at year-end the unemployment rate remained high, not all regions and industries had experienced a strong recovery, and the domestic rate of inflation was still greater than that in many of Canada's principal trading partners.

International Comparisons



⁽¹⁾ Japan, Germany, France, United Kingdom, Italy

⁽²⁾ 1982 GNP/GDP weights

⁽³⁾ 1982 trade with Canada weights

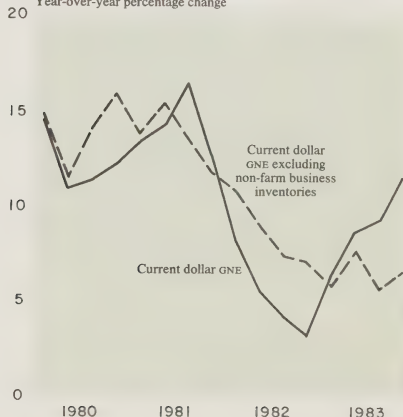
Inflation and Recession

As the 1970s ended, inflation was accelerating rapidly in many industrial countries in the context of very high rates of growth in spending and sharp increases in world oil prices. Economic policies in almost every country became focused on reducing price and cost increases, and in most cases there were indications of improving inflationary trends from late 1980 onwards. In Canada, however, this reaction was slower than elsewhere. With expectations of continuing inflation still strong, there was a surge in borrowing as businesses and individuals sought to purchase real assets. The rise in total spending accelerated to over a 15 per cent annual rate of growth between mid-1980 and mid-1981. Cost and price inflation rose significantly in this speculative environment, reinforcing for a time the view that the trend of inflation would continue to rise in spite of policies designed to reduce it.

The recession, which affected all the major industrial countries from mid-1981 to the end of 1982, was particularly severe in

Rate of Increase of Spending in Canada

Year-over-year percentage change



Canada. As export sales declined and production levels fell, consumers became much more uncertain about both their personal economic prospects and the outlook for inflation. This shift in mood, allied with the eventual recognition that personal balance sheets had been over-extended, led to an unprecedented reduction in consumer spending and an associated fall in business revenues. Businesses in turn, faced with major

six-quarter decline in economic activity in Canada finally ended during the last quarter of 1982 and since then output has risen steadily back to about the level prevailing prior to the recession. In this environment the unemployment rate also fell substantially, although the year-end level of around 11 per cent remained well above the 7¼ per cent rate that prevailed just before the economic downturn.

The expenditure patterns so far during the upturn have been broadly typical of earlier cycles in Canada. The recovery was initiated late in 1982 by increased spending on consumer durables and housing, and this was followed in turn by a trend towards

Corporate Profits

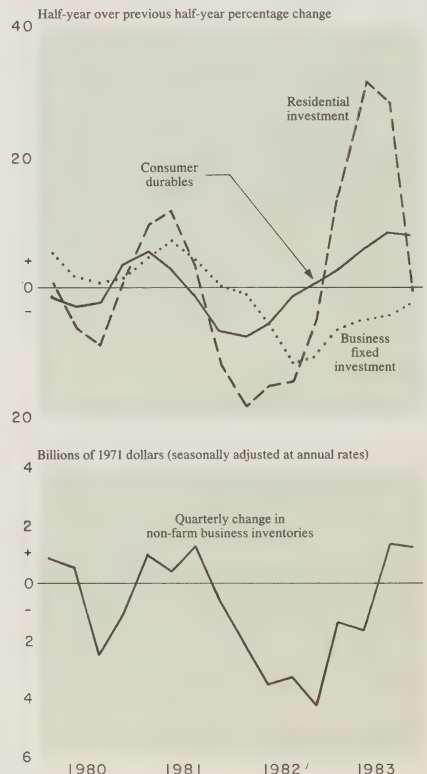


cost increases arising from earlier contractual agreements and strong resistance to wage concessions, cut back both output and employment in an effort to reduce inventories and minimize corporate losses. As a consequence of these efforts, price increases did begin to slow late in 1981, though it was not until the second quarter of 1982 that a similar trend was clearly established for new wage settlements.

Economic Activity in the Recovery

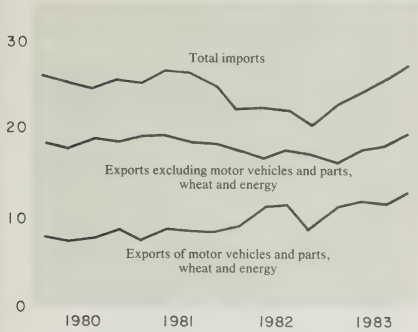
As inflation decelerated and interest rates began to fall, spending began to revive in both Canada and the United States. The

Selected Real Expenditure Components



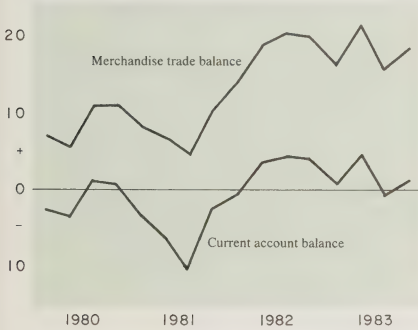
Volume of Trade Flows

Seasonally adjusted at annual rates – Billions of constant (1971) dollars



Current Account of the Balance of Payments

Seasonally adjusted at annual rates – Billions of dollars



inventory accumulation as the upturn in sales began to look more lasting. Increases in the volume of exports to the expanding U.S. economy also provided an important source of strength throughout 1983. Import volumes also recovered quickly in response to the rise in domestic spending.

The pace of the recovery in economic activity to date has also been typical of earlier cyclical upturns, with particularly rapid growth in the early quarters being followed by slower growth more recently. Although the recent recession was much deeper than earlier ones, the recovery of consumer and business spending appears to

have been restrained both by continued uncertainty about the future and the legacy of debt incurred during the last period of inflation. Business fixed investment has continued to decline through the recovery to date although that part of investment directed to machinery and equipment has increased substantially and somewhat earlier than would normally be expected.

The recovery in economic activity has not been uniform across industries or provinces. Goods-producing industries in

Output

Year-over-year percentage change

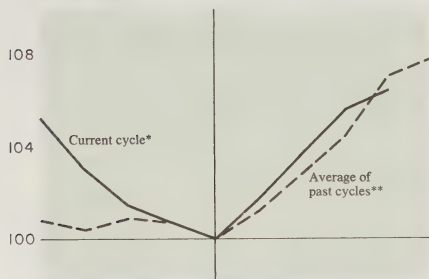


central Canada have benefited particularly from the expanding demand, after an especially pronounced contraction during the recession. Among those industries, the most favoured sectors have been those affected by the strong upturn in North American auto sales and housing starts. Provinces other than Ontario and Quebec have thus far been relatively less affected. The particularly weak performance of Alberta and British Columbia reflects continuing low prices for resource-based products following after a long period of high prices and very strong economic expansion.

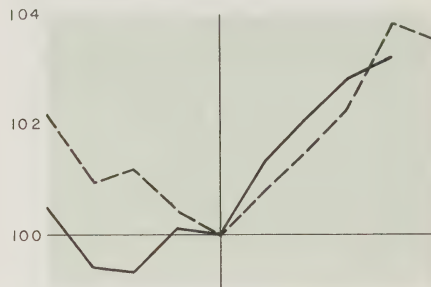
The overall rate of employment growth generated by the upturn in production has been relatively strong by postwar standards, although thus far only about two

Cyclical Comparisons

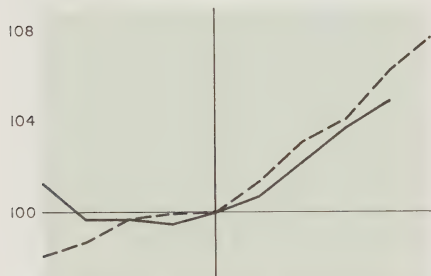
Gross National Expenditure Constant dollars



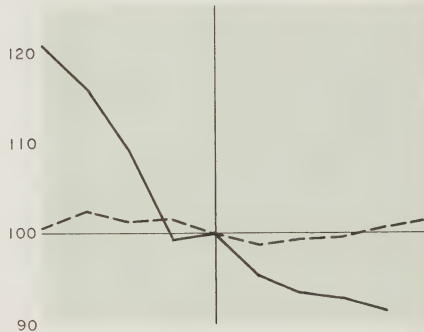
Output per worker



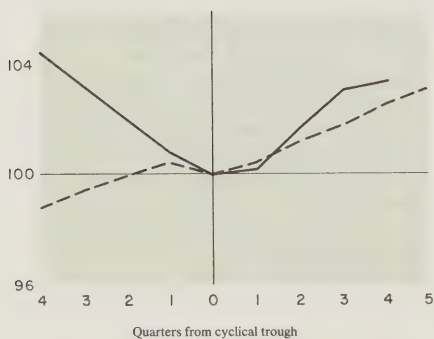
Personal consumer expenditure Constant dollars



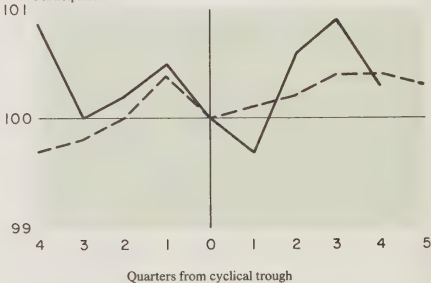
Business fixed investment Constant dollars



Employment



Labour force Participation rate

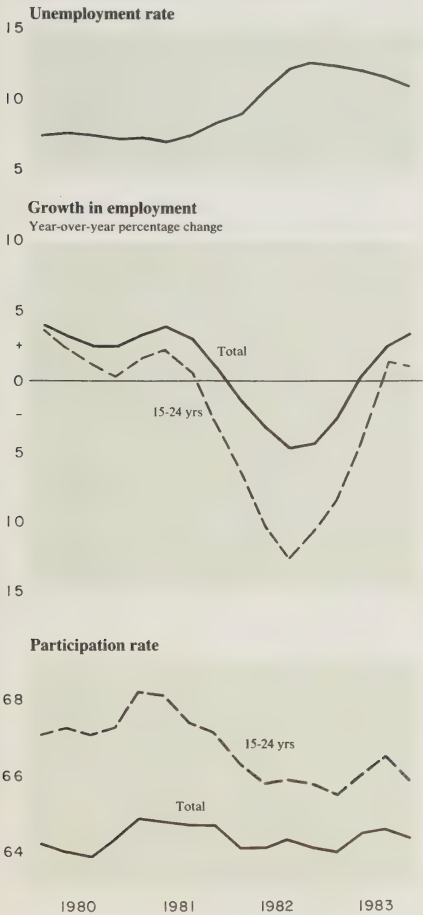


*4Q1981 - 4Q1983 (4Q1982 = 100)

**Average of 4 postwar cycles (2Q1954, 4Q1957, 1Q1961 and 1Q1975 = 100)

thirds of the jobs lost earlier have been regained. For the young, this proportion has been very much lower, with the result that youth unemployment still remains above 18½ per cent compared to a rate for the labour force as a whole that is currently around 11 per cent. There has also been an increased reliance of businesses on part-time workers, a development which may have

Selected Labour Market Indicators



been encouraged by cost factors as well as the uncertainty about future prospects referred to above. The behaviour of the labour force participation rate has also been somewhat unusual recently – first rising as is normal in the upswing as workers were encouraged to enter or reenter the job market, but then falling back over the last few months.

In concert with the increased demand for labour has come a significant increase in output per employed worker over the last year or so. Indeed, this measure of productivity began to rise before the trough in output was reached, perhaps indicating that major improvements to production procedures were induced by the severity of the recession.

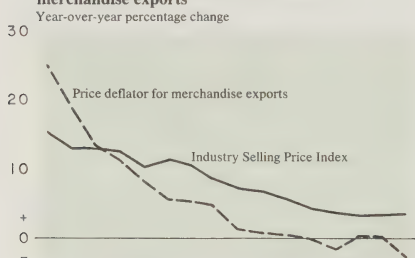
Inflation and Recovery

The reduction in inflation which began during the recession became much more noticeable and pervasive during 1983. At the end of the year the Consumer Price Index was 4½ per cent above its level of a year earlier, little more than half the rate of increase during 1982 and the lowest since mid-1972. The Industry Selling Price Index rose by less than 3½ per cent over the same period, while the prices of most industrial raw materials fell back in the second half of 1983 from the peaks reached earlier in the year. Most prices followed this pattern of deceleration, though some differences persisted. In particular, the rate of increase of prices strongly influenced by regulation (or indirect taxes) remained above the rest of the Consumer Price Index, while price increases for goods traded in international markets dropped to very low levels under the influence of improving trends in inflation in the United States and elsewhere.

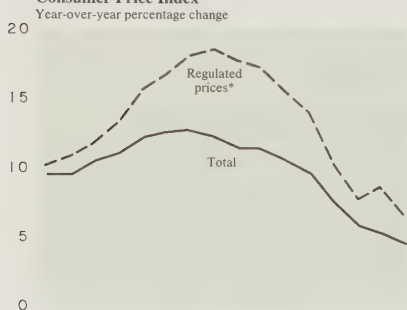
The most important factor underlying the improvement in Canadian inflation has been a slowing in the rate of increase of domestic production costs. Of particular significance was the deceleration of nominal wage increases in 1983 in response to competitive pressures in labour markets and various

Indicators of Prices and Costs

Industry selling prices and price deflator for merchandise exports



Consumer Price Index



Wage measures



*Includes energy, public transportation, communications, vehicle registration fees and drivers' licences, water, property taxes, tobacco and alcohol and agricultural products subject to regulation

government restraint programs. The annual rate of increase of average earnings declined from around 11 per cent during 1982 to about 5 per cent during 1983, while new wage settlements in the unionized sector stabilized around the 5 to 6 per cent level established near the beginning of the year. In conjunction with higher levels of productivity, these developments led to a substantial slowing in the rate of growth of unit labour costs during the year.

These improving circumstances have left Canada at the beginning of 1984 with a much lower rate of inflation than for many years. It is still, however, a rate well above price stability. Furthermore, while Canadian inflation performance has recently improved more than that of our main trading partners, the gap that opened up earlier has not yet been fully closed.

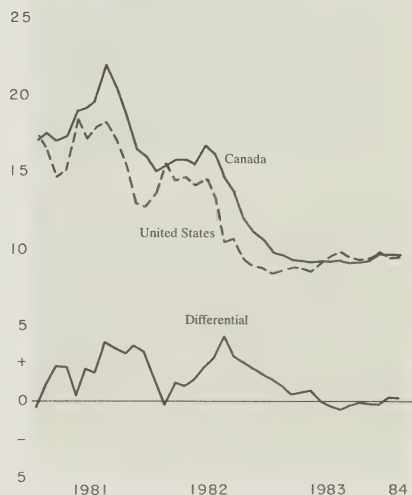
Interest Rates, Credit Demands and the Monetary Aggregates

Interest rates in Canada were significantly lower and much more stable during 1983 than in the previous few years. The various demands for money and credit associated with these interest rates were however of an unusually disparate character. The credit demands of governments continued to grow rapidly whereas those of the household sector increased only moderately after a year or so of no growth and there was no significant recovery from the slightly declining trend of credit demand by the business sector that had begun late in 1982. These credit developments also influenced the movements of the broadly defined monetary aggregates over the past year, contributing to their slow growth, while at the same time the narrowly defined monetary aggregates expanded more quickly.

Interest Rates and the Exchange Rate

During 1983 the stability of short-term interest rates in both Canada and the United States was in sharp contrast with the extraordinary volatility that they had shown in the three preceding years. While the trend of short-term rates in Canada was virtually flat from early in the year, that in the United States was gently rising. As a result of these slightly divergent trends, the decline in the differential between short-term interest rates in the two countries that had commenced in the summer of 1982 continued until mid-1983. Since that time the differential has

Canada-U.S. Short-Term Interest Rates
90-day commercial paper
Monthly averages



been very small, being negative on average in the remainder of the year and slightly positive in the early weeks of 1984.

Long-term market interest rates in Canada were also relatively stable in 1983 at a level below that of the two preceding years. In the United States long-term rates were similarly more stable but with a slightly rising trend. As a consequence the difference in long-term market rates (as

measured by government bond yields) between the two countries narrowed from around 1½ percentage points at the beginning of the year to an unusually low level of less than ½ of a percentage point at year-end and into early 1984. For a range of

Canada-U.S. Long-Term Interest Rates
Federal government bonds
Monthly averages



short- to medium-term government bond yields the differential was negative for the latter months of 1983 and into 1984.

The upward trend of market interest rates in the United States during 1983 appeared mainly to reflect recurring concerns in that country that the large size of the fiscal deficit and the momentum of the recovery in economic activity might over time generate continuing upward pressures on interest rates.

In spite of the rising trend of market interest rates in the United States relative to those in Canada, the foreign exchange value of the Canadian dollar fluctuated in a very narrow range around 81 U.S. cents until late in 1983. Since the U.S. dollar was appreciating strongly against major overseas currencies, the Canadian dollar followed the same trend. The stability of the Canadian dollar in terms of U.S. currency was due in large part to the recession in Canada having been more severe than that in the United States, con-

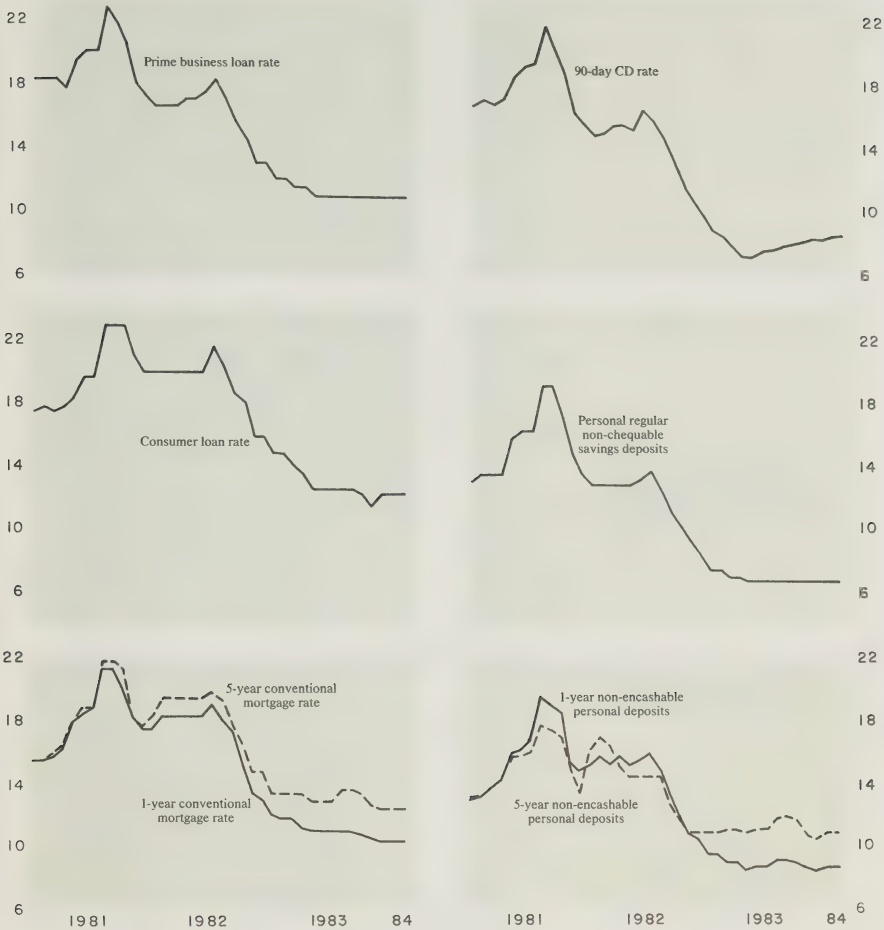
Exchange Rate
Monthly average
Cdn. \$ in U.S. funds



tributing to a substantially more rapid decline in inflation rates here and to a very large surplus in Canada's merchandise trade position. As the end of the year approached expectations of a narrowing Canadian trade surplus and the possibility that the upward trend of U.S. interest rates would persist led to some downward pressure on the exchange rate.

There were declines in most administered borrowing and lending rates in 1983. The prime lending rate at chartered banks fell by 1½ percentage points early in 1983 in response to earlier declines in short-term market rates. With active competition among financial institutions in the consumer loan business, the interest rates charged on such loans fell by 3 percentage points during the year to levels as low as they have been at any time in the last 25 years. Mortgage lending rates were influenced by the strong preferences exhibited by savers for floating rate and short-term deposits because of their uncertainty about future inflation and interest rate movements. The rates on these deposits declined further than those on longer-term personal deposits, and, because of the use of these deposits to fund mortgage loans with similar terms to maturity, rates

Selected Administered Interest Rates at Banks



on shorter-term mortgage loans also fell to levels well below those on 5-year mortgages for the first time in some years.

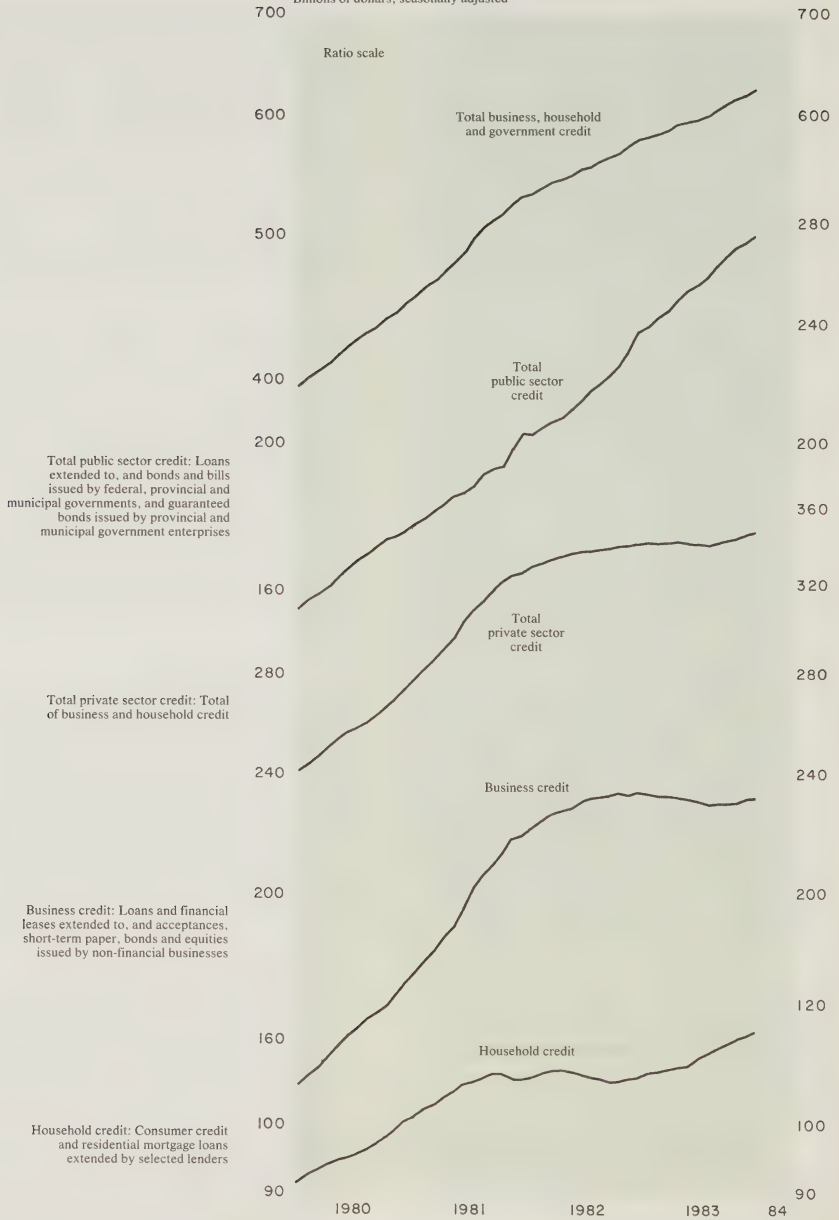
The Credit Aggregates

The series of credit aggregates in the chart on page 22 show strongly disparate movements, both over the last four years and with respect to each other.

During the earlier part of the period, businesses and households borrowed very large amounts to finance activities such as corporate takeovers and real estate acquisitions on the firmly held view that strong upward price movements would certainly continue and could accelerate. With the decline in the rate of inflation these expectations have turned out to be wrong and vigorous

Credit Aggregates: Amounts Outstanding

Billions of dollars, seasonally adjusted



Monetary Aggregates and GNE

Billions of dollars, seasonally adjusted



efforts have taken place over the past two years to reduce debt burdens. Households have made efforts to pay down existing mortgage indebtedness whenever possible and to minimize new loans by making larger downpayments on purchases of houses and durable consumer goods. These actions were especially noticeable in 1982 but also continued in 1983. Thus household credit demand showed only moderate growth in the past year despite a strong resurgence of consumer spending on houses, cars and other consumer goods. Corporations took advantage of some improvement in profits in 1983 as the economy began to recover to reduce their indebtedness, and also sought to strengthen their balance sheet positions further by using the proceeds of new issues of equity capital and long-term bonds to pay down short-term bank loans. As a result business borrowing from the banks declined appreciably until late in the year, and total credit outstanding to business borrowers did not change much.

The rate of growth in credit demands by the public sector, which had been less than that of the private sector in the first half of the 1980-83 period shown on the chart, has accelerated in the past two years. In 1983 the amount of credit outstanding to the public sector increased at a 17 per cent rate. While there was some decline in the combined total of new borrowing by provinces and municipalities in the past year, that of the federal Government continued to rise.

The Monetary Aggregates

A series of monetary aggregates and, for comparison purposes, total spending in the economy (GNE) are shown in the chart on page 23. Here too there are quite disparate movements of the series over time and relative to each other.

The monetary aggregates that are narrowly defined to include mainly money balances used in making payments (M1 and M1A) are much more sensitive to interest rate movements than are other financial aggregates. As a consequence of the substantial decline in interest rates up to early 1983, there was for a time a sharp acceleration in the growth of these aggregates. However, in the second half of the year this effect tapered off. The movement of both narrow aggregates was also affected by the spread in 1983 of the financial innovations described in last year's Annual Report. There have been further shifts of funds into the new forms of deposits that pay interest on balances held for chequing purposes, and the M1A aggregate, which was defined to encompass these new deposits, has grown more rapidly than M1 through the year.

Although the broader monetary aggregates include the balances that make up the narrow aggregates, the savings and term deposits added are by far the most important component. These latter deposits are the main counterparts of the lending and investing activities of the chartered banks and other financial institutions. The movements of the larger aggregates therefore typically reflect the trend and pattern of private sector borrowing. As has been noted earlier, private sector borrowing from banks grew very strongly in 1980 and 1981 and since then has grown little, and this is the main reason for slow growth in both 1982 and 1983 of the larger monetary aggregates. Much the strongest demand for credit in the last two years has come from governments, and their needs have been largely met through the sales of treasury bills, market bonds and Canada Savings Bonds directly to investors other than deposit-taking institutions.

International Financial Problems

Developments in international financial markets were dominated by the aftermath of the financial difficulties which struck many of the larger developing countries in the summer of 1982. The threat to confidence in the international banking system posed by these difficulties in 1982 was eased in 1983 by progress in grappling with them. Particularly constructive was the gradual evolution towards a consistent, longer-term approach which has been generally accepted by the various participants involved. In addition there was an improvement in the international economic environment, and a significant strengthening of the financial resources of the International Monetary Fund. This section reviews these developments.

In retrospect, it is clear that the prompt international response to the foreign exchange and liquidity crisis in Mexico in the summer of 1982 provided the basis for the present framework of arrangements for dealing with debtor countries. At the time, however, this was not evident. The Mexican situation triggered a reassessment of other countries, particularly in Latin America. These countries were quickly affected as the international commercial banks, which had been keen lenders, began to focus on the total amounts these countries owed and their diminished prospects for servicing the

debts. There was an abrupt decline in the availability of bank credits to a large number of countries, and it became temporarily impossible for many of them to keep interest payments current and to roll over existing debt as it matured. There was some risk that the payments problems of the debtor countries would feed back on the lending banks as depositors might reassess the wisdom of holding deposits in those banks.

A large scale and rapid response was required to arrest the spreading crisis. Rescue packages that combined funds raised from the banks, the International Monetary Fund, and (in some cases) governments of the industrial countries were put in place for one country after another. In five instances – Mexico, Brazil, Argentina, Hungary and Yugoslavia – interim bridge financing was arranged by central banks through the Bank for International Settlements. With the concurrence of the Minister of Finance, the Bank of Canada acted for Canada, participating to the extent of U.S.\$150 million in the line of credit of U.S.\$1,850 million to Mexico, U.S.\$80 million in the U.S.\$1,450 million facility to Brazil, and U.S.\$10 million in each of the U.S.\$500 million facilities to Argentina and Yugoslavia. Of the total U.S.\$4.6 billion provided through or in parallel with the BIS, Canada's share was U.S.\$250 million.

To a large extent the willingness to provide essential funds was due to the decisive actions taken by the International Monetary Fund. Though its own resources were limited the IMF was in a position to negotiate adjustment programs with the debtor countries, and it was able to calm fears in the banking community, to ensure the banks' participation in the rescue efforts, and to provide a basis for official assistance.

By the spring of 1983 the crisis atmosphere had begun to subside. No further bridge loans were arranged through the BIS and by year-end all drawings on the outstanding bridge loans had been repaid. At the same time a calmer approach to the problem has developed as the major participants have come to recognize that their particular interests are best served by co-ordinated and cooperative actions. As the crisis atmosphere eased, the international community began to realize that the financial problems of the debtor countries were likely to persist for some time and that quick global solutions were unrealistic. There is widespread agreement that the most practical approach is to provide a package of economic adjustment and financing tailored to the particular needs and possibilities of the individual countries, with the burden of financing to be shared by all the creditors. The role of coordinator has fallen naturally to the IMF.

Debtor countries will have to implement a program of economic adjustment that will strengthen their international payments sufficiently to enable them to service their international debt. The adjustments will be much more manageable if they occur within a context of expanding world trade. During the adjustment period a continuing flow of financing will be required. The magnitude of the financing need means that all major creditors – the IMF and other international institutions, the banks and official creditors – will have to remain involved for an extended period of time.

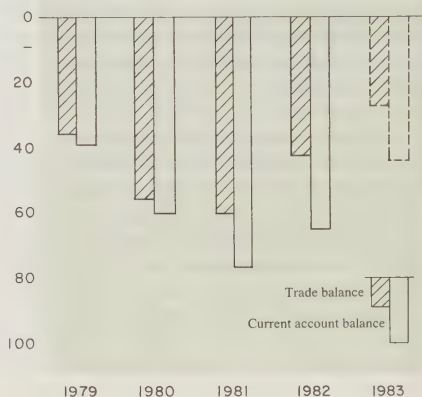
Progress was made in 1983 in a much improved international economic environ-

ment. Interest rates remained relatively stable following the large drop in the second half of 1982, oil prices stabilized following a decline early in the year, and there was a moderate increase in other commodity prices from the historically low levels reached in 1982. The recovery in North America continued at a robust pace, and appears now to be spreading to other industrial countries.

Against the improved economic background, the principal debtor countries made further progress on the difficult task of adjustment. Their current account deficits, which were in aggregate sharply reduced in 1982, were further reduced in 1983, though largely as a result of constraints on imports. Comprehensive adjustment packages, largely designed and implemented with the support and encouragement of the IMF, are now in place in a wide range of countries. Adherence to these programs will greatly increase the prospects of the debtor countries for a return to sustained growth.

IMF involvement has been a great help to debtor countries in obtaining a continued flow of new financing. In most

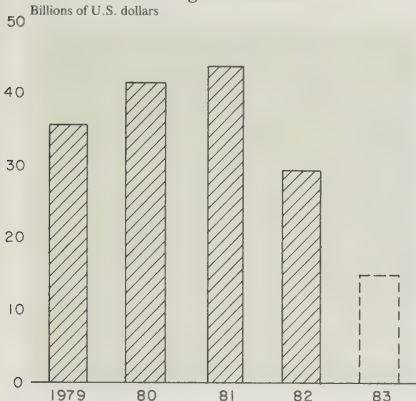
**Non-Oil Developing Countries*:
Trade and Current Account Balances**
Billions of U.S. dollars



Source: OECD

*Excludes members of OPEC but includes Mexico and other oil-exporting countries

Non-Oil Developing Countries*: Net New Borrowing from Banks



Source: BIS

*Excludes members of OPEC but includes Mexico and other oil-exporting countries

instances the commercial banks continued to regard the presence of the IMF as the quid pro quo for their continued participation. The largest share of the financing provided in 1983 came from the commercial banks, which responded with a combination of trade credits, rescheduling of maturing loans, and new medium-term credits. The larger Canadian banks, as major participants in international financial markets, have been actively involved. Aggregate figures for the international banking system for the entire year are not yet available, but they will probably show an increase of \$12–\$18 billion in bank lending to the non-oil developing countries. While increases in lending of this magnitude are small by comparison with the years immediately preceding the debt crisis, they have been difficult for the banks in the circumstances. Fortunately for all concerned, the international banks, including

the Canadian banks, have recognized that the value of their claims on debtor countries is best protected through their continued involvement. Their participation has made and is making a contribution that is essential to the ultimate successful resolution of the international debt problem.

The governments of the industrial countries also continued to play an active role in providing additional financing to the debtor countries during 1983, rescheduling maturing public sector debts, and on a more limited basis providing new credits to the debtor countries, usually in the form of export credits. Canada has participated in various rescheduling arrangements; it guaranteed special export credits for Yugoslavia and Mexico; and it has agreed to participate in a multilateral initiative to provide trade financing for Brazil.

Important measures were taken during 1983 to strengthen the financial resources of the IMF. An increase of 47.5 per cent in the overall quotas of member countries that was negotiated early in the year was ratified by most member countries by December. Fund quotas now amount to SDR90 billion. An increase in the General Arrangements to Borrow (GAB), under which the major industrial countries agree to provide funds to supplement the IMF's ordinary resources, was also ratified, bringing it and associated arrangements to about SDR19.5 billion. The GAB was also amended to broaden somewhat the circumstances in which drawings on it are available. Finally the IMF has recently negotiated a medium-term standby credit facility for SDR3.0 billion with the BIS and the central banks or governments of most of the major industrial countries. Acting for Canada, the Bank of Canada has agreed to a share of SDR180 million. The SDR3.0 billion facility matches one provided by Saudi Arabia.

Developments in the Canadian Payments System

The Canadian Payments Association was created by an Act of Parliament proclaimed in December 1980. The objects of the Association are "to establish and operate a national clearings and settlement system and to plan the evolution of the payments system". The Act requires the Bank of Canada to appoint an officer of the Bank to be a Director and the Chairman of the Board of the Association and another officer of the Bank to be his alternate as Director and Chairman.

The first task of the Association was to bring non-bank deposit-taking institutions into partnership with the chartered banks in the management of the national system for clearing and settling cheques and other means of payment. Early in 1983, once the necessary by-laws had received Cabinet approval, the Association assumed responsibility for operation of the system. Before that time the Canadian chartered banks exchanged their customers' cheques and other payments items directly among themselves and settled the balances daily through their accounts at the Bank of Canada. Any other institution that accepted chequeable deposits was effectively required to use the services of one of the chartered banks as its agent in clearing its customers' cheques through the system.

Membership in the Association has now grown to 127 institutions which together account for most of the payments services offered to the Canadian public. Besides the Bank of Canada, it comprises 12 Canadian-owned chartered banks and 59 recently chartered foreign-owned banks, 25 centrals and federations of cooperative credit institutions and 30 trust and mortgage loan companies and other deposit-taking institutions.

In order to be eligible to represent itself directly in the clearing and settlement process rather than employ an agent, an Association member must account for at least one half of one per cent of the national total of cheques, money orders and other forms of payment exchanged in Canada. Taken together, the eligible institutions, including the Bank of Canada, account for more than 96 per cent of this total which amounts to 1½ billion items a year. During the past year several of the eligible non-bank members have begun to clear and settle on their own behalf: Montreal City and District Savings Bank, Canada Trustco Mortgage Company, La Caisse centrale Desjardins du Québec and the Canadian Co-operative Credit Society Limited. The last two institutions represent their respective regional centrals in the clearings and thus well over

3,000 individual credit unions and caisses populaires. It is expected that during the coming year some of the other eligible non-bank members will complete the necessary preparations to participate directly in the clearing system.

Although the remaining member institutions will continue to clear through other members, their choice of clearing agents has been widened and they share in the management of the clearing system through their membership in the Canadian Payments Association.

For the Bank of Canada, in its role as provider of the final means of settlement between participants in the clearing system, the recent changes have involved the establishment of a direct relationship with an additional number of important deposit-taking institutions. Non-bank institutions partici-

pating directly in the clearing and settlement process have opened settlement accounts at the Bank of Canada through which their daily clearing gains and losses vis-à-vis the other participants are settled. Each has been granted, on essentially the same basis as a chartered bank, a line of credit under which an unforeseen overdraft on its settlement account may be met by a temporary advance from the central bank (see Appendix Tables II and III). This direct access to central bank credit, though not frequently used, provides a useful additional source of liquidity to bank and non-bank institutions alike.

The first objective of the Canadian Payments Association Act has now been achieved. The Association is now working on the second phase of its mandate, namely, planning the future development of the national payments system.

Debt Management and Foreign Exchange Operations

Debt Management

1983 was an exceptionally active year for the Government of Canada's debt management operations, an area in which the Bank of Canada is involved as fiscal agent for the Government. The domestic borrowing program of the Government, in addition to refinancing the debt which came due in 1983, raised close to \$27 billion over the year. This was approximately 50 per cent higher than the amount raised in 1982 and more than double the amount in 1981.

Extensive use was made during the year of each of the main borrowing avenues of Government. Sizeable additions were made to the amount of treasury bills offered at tender, the frequency of new marketable bond issues was accelerated and a very large Canada Savings Bond sales campaign was conducted in the fall. Almost half of the increase during the year in the Government's domestic debt outstanding was accounted for by treasury bills, somewhat more than one quarter by marketable bonds and just under one quarter by Canada Savings Bonds.

Over \$13 billion was raised during the year through an increase in the supply of treasury bills. Additions to the amount of bills outstanding were made at the regular weekly tenders throughout most of 1983, the major exception being towards the end of the year when Government cash balances were at relatively high levels in the aftermath of the fall Canada Savings Bond campaign. The increases in the supply of bills were particularly large from March through October, averaging around \$1.5 billion per month. During this period both the chartered banks and other institutional investors added significantly to their treasury bill holdings. The major portion of funds raised through the treasury bill issues in 1983 continued to be for 3-month and 6-month terms although 1-year bills accounted for an increasing share, reaching close to 20 per cent. In mid-June the offerings of 1-year bills at tender were rescheduled from every 4 weeks to every 2 weeks. This fostered the enlarged role of the 1-year bill and added more flexibility to the overall treasury bill program. In late October the Government

issued \$500 million of 21-day bills to supplement its cash balances over early November when interest payments and outflows for maturing Canada Savings Bonds were expected to exceed temporarily the sales receipts from the new Savings Bond issue.

Offerings of new Government marketable bonds provided for the refunding of about \$5½ billion of bonds that matured during 1983 and, as well, raised close to \$7½ billion over the year. Marketable bond financings were undertaken on 16 occasions, an increase from 12 in 1982 and double the number of 1981. Details of the 1983 program are provided in Appendix Table V. The new issues were spread rather evenly over maturities ranging from 2 years to 22 years, resulting in virtually no change in the average term to maturity of just over 8 years for total Government marketable bonds outstanding. The new issue market for bonds with terms of around 10 years continued to expand in response to regular offerings by the Government and increased investor interest in this maturity. Issues with terms of 9–10 years accounted for 38 per cent of marketable bond financing in 1983 in comparison with about 25 per cent the previous year and only limited new offerings prior to 1982.

A new development which promoted expanded sales of short-term Government bonds was the introduction in May of an auction of 2-year bonds. This was repeated in August and November to establish a quarterly pattern for the operation. At these auctions the investment dealers and banks who are primary distributors of Government marketable bonds bid for bonds for re-offering to investors rather than receiving allotments as they do with conventional new issues of Government marketable bonds. By the end of 1983 \$950 million of 2-year bonds had been issued through the three auctions.

From time to time during the year the Bank of Canada engaged in market transactions involving purchases of Government marketable bonds maturing in 1983 and the first half of 1984 against sales from its portfolio, primarily of 5- and 10-year bonds but

also of shorter and longer issues. Totalling around \$700 million, these transactions increased the Bank's holdings of maturing issues and gave it more flexibility in refunding exercises. The transactions included purchases of the issue of \$2 billion maturing on September 1 – the last issue outstanding from the conversion loan exercise of 1958. Appendix Table IV presents the Bank of Canada's bond transactions, on a net basis, and by term category, over the year.

Canada Savings Bond sales generated around \$6¼ billion in 1983 net of redemptions during the course of the year and almost \$2 billion of bonds that matured on November 1. Terms for the 1983-84 Savings Bond series (S38) were announced on October 6. The interest rate of the new issue was set at 9¼ per cent for the first year beginning November 1, 1983 and at a minimum of 7 per cent for the remaining 6 years to maturity. (An increase in the rate for the 1982-83 series to 9¼ per cent from 8½ per cent was also announced for the year beginning November. A higher rate of 10½ per cent was already in effect as a minimum rate for the year for all other outstanding series.) The new issue was well received by the public. From the start of the sales period on October 24 until the issue was removed from sale on November 8, investors purchased over \$11½ billion of the bonds. This was the third successive annual campaign with gross sales in excess of \$11 billion. Unlike the previous two years when downward pressure on the interest rate structure was evident in advance of and during the sales campaign, the 1983 results were obtained in a relatively stable interest rate environment.

As a result of the overall borrowing program in 1983, the portion of outstanding Government domestic debt represented by treasury bills increased to 29 per cent from 24 per cent at the end of 1982, while marketable bonds declined over the year to 41 per cent from 44½ per cent and Canada Savings Bonds to 30 per cent from around 31½ per cent. As indicated in the accompanying table, about three quarters of the increase in

Summary of Changes in Government of Canada Securities Outstanding During 1983

Billions of dollars (par value)

Treasury bills	+ 13.3
Marketable bonds	+ 7.4
Canada Savings Bonds	+ 6.2
Total	+ 26.9
Held by:	
Bank of Canada	
Treasury bills	+ 0.3
Marketable bonds	+ 1.3
Total	+ 1.6
Chartered Banks	
Treasury bills*	+ 3.7
Marketable bonds*	+ 1.3
Total	+ 5.0
Government Accounts	
Treasury bills	—
Marketable bonds	+ 0.2
Total	+ 0.2
General Public	
Treasury bills*	+ 9.3
Marketable bonds*	+ 4.6
Canada Savings Bonds	+ 6.2
Total	+ 20.1

*Estimated

total debt during the year was absorbed by additions to the holdings of the general public.

In addition to its role in domestic financing operations, the Bank also assisted the Government in its foreign financing activities during the year. A net reduction in the Government's foreign debt outstanding occurred in 1983 as three borrowings that had been arranged in 1978 came due and only one new financing was undertaken. The maturities included U.S.\$250 million in April and U.S.\$400 million in October of bonds that had been issued in the U.S. market and in May DM600 million (U.S.\$242 million) in

notes that had been placed in the German market. The new financing in foreign markets was a U.S.\$500 million issue of 10½ per cent 5-year notes in the Eurobond market in October. A "shelf registration" statement covering U.S.\$500 million of bonds was also filed with the United States Securities and Exchange Commission in October but no borrowings have yet been made under this provision. The shelf registration enables the Government of Canada to react more quickly to financing opportunities in the U.S. market should it wish to borrow there.

In June changes were made to the existing agreement for a U.S.\$3.5 billion revolving standby credit facility provided to Government by participating Canadian banks. The term of the facility was extended by two years to June 29, 1991, and the period during which drawings may be made by Government at ¼ of 1 per cent over the London Interbank Offering Rate (LIBOR) rather than ⅓ of 1 per cent was extended by two years to June 29, 1985.

Foreign Exchange Operations

Official foreign exchange market operations by the Bank of Canada, as agent for the Exchange Fund Account of the Minister of Finance, continued to be directed at moderating fluctuations in the exchange rate. Purchases and sales of foreign exchange for this purpose were significantly less than in recent years because of the stability of the exchange rate during much of 1983. Foreign exchange holdings in the Account were reduced by the net repayment of U.S.\$392 million in Government of Canada foreign currency debt noted earlier. No drawings were made under the standby credit facilities with Canadian and foreign banks in 1983 and at year-end there were no outstanding drawings under either facility.

During the year there were significant changes in the composition of Canada's international reserves. One of these changes was associated with the SDR905 million increase in Canada's quota in the International

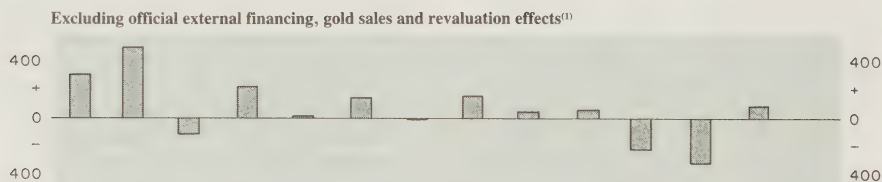
Exchange Rate

Spot closing rates, daily

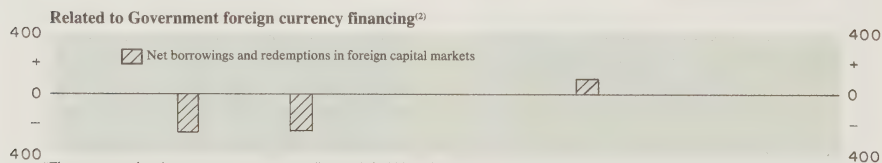


Changes in Official Reserves

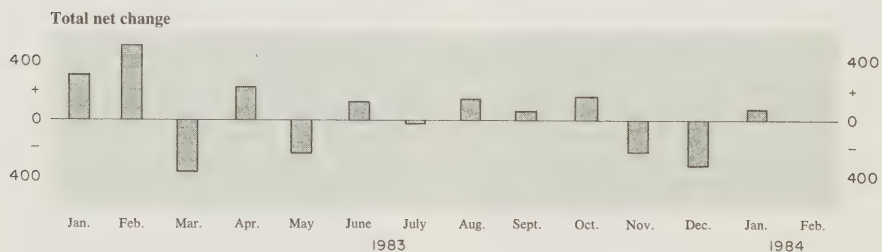
Millions of U.S. dollars, monthly



⁽¹⁾The U.S. dollar value of SDR-denominated assets (gold, the IMF position and SDRs) rises when the exchange rate of the U.S. dollar declines in terms of SDRs, and decreases when the opposite occurs.



⁽²⁾There were no drawings or repayments on standby credit facilities with banks in 1983.



Last date plotted: exchange rate February 24, 1984
official reserves January 1984

Monetary Fund agreed in the Fund's Eighth General Review of Quotas. In December, one quarter of this increase was paid in SDRs (equivalent to U.S.\$235 million) and the balance in Canadian dollars. This decline in SDR holdings was offset by an equal increase in Canada's reserve position in the IMF. Other changes in the composition of reserves reflected purchases of SDRs with U.S. dollars and further modest sales of gold from

the Account for U.S. dollars. In March the Minister of Finance announced an extension in the gold sales program of up to a further 1 million ounces.

Canada's holdings of official international reserves were the equivalent of U.S.\$3,793.2 million at the end of 1982, U.S.\$4,204.4 million at the end of 1983 and U.S.\$4,276.5 million at the end of January 1984.

Appendix Tables

APPENDIX TABLE I

Bank of Canada Assets and Liabilities

Monthly changes, millions of dollars

	Government of Canada securities at book value	Net foreign currency assets	All other assets (net)	Note circulation	Canadian dollar deposit liabilities			
					Chartered banks	Other CPA members	Government of Canada	Other
1983								
January	+ 654	- 1,163	- 987	- 1,289	- 106	-	- 71	- 30
February	- 728	+ 805	+ 338	- 3	+ 434	+ 3	+ 5	- 24
March	- 200	- 897	+ 828	+ 136	- 649	+ 5	+ 226	+ 13
April	+ 319	- 1	- 389	+ 5	- 197	- 3	+ 83	+ 41
May	+ 533	+ 383	- 817	+ 546	- 101	- 3	- 308	- 35
June	+ 44	- 131	+ 596	+ 384	+ 87	+ 13	+ 57	- 32
July	+ 90	- 9	+ 276	+ 227	+ 89	- 13	+ 43	+ 11
August	- 62	+ 412	- 683	+ 64	- 363	+ 21	- 103	+ 48
September	+ 485	- 605	- 9	- 216	- 135	+ 89	+ 138	- 5
October	- 10	- 4	+ 231	+ 144	- 4	- 36	+ 111	+ 2
November	+ 101	+ 4	- 152	+ 228	- 412	+ 33	+ 65	+ 39
December	+ 427	+ 284	+ 232	+ 1,218	- 35	+ 38	- 237	- 41
	<u>+ 1,653</u>	<u>- 922</u>	<u>- 536</u>	<u>+ 1,444</u>	<u>- 1,392</u>	<u>+ 147</u>	<u>+ 9</u>	<u>- 13</u>
1984								
January	- 297	- 287	- 50	- 1,513	+ 255	- 42	+ 684	- 18

APPENDIX TABLE II

Chartered Bank Cash Reserves and Clearing Balances of Other Directly Clearing Members of the Canadian Payments Association

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Chartered bank cash reserves			
		Total minimum cash requirements	Average holdings of statutory coin and Bank of Canada notes	Required minimum Bank of Canada deposits	Average holdings of Bank of Canada deposits
1983					
January	1-15				4,795
	16-31	6,742	2,001	4,741	4,827
February	1-15	6,883	2,356	4,526	4,575
	16-28				4,590
March	1-15	6,226	2,013	4,214	4,284
	16-31				4,259
April	1-15	6,043	1,944	4,099	4,135
	16-30				4,157
May	1-15	6,095	1,950	4,144	4,190
	16-31				4,215
June	1-15	6,123	2,004	4,119	4,147
	16-30				4,153
July	1-15	6,283	2,065	4,218	4,262
	16-31				4,265
August	1-15	6,156	2,105	4,052	4,107
	16-31				4,088
September	1-15	5,915	2,167	3,748	3,769
	16-30				3,767
October	1-15	5,810	2,211	3,599	3,628
	16-31				3,728
November	1-15	5,709	2,191	3,518	3,581
	16-30				3,545
December	1-15	5,592	2,271	3,321	3,377
	16-31				3,364
1984					
January	1-15	6,091	2,328	3,762	3,796
	16-31				3,795
February	1-15	6,049	2,765	3,284	3,324

⁽¹⁾ For the period from January 1 through August 31, 1983, the column indicates the number of reservable days in each averaging period. As of September 1983 the method of calculating the average cash reserve holdings of the banks for purposes of meeting the statutory reserve requirements was changed. This change involves using a weighted rather than a simple average of daily reserve holdings. For the period beginning on September 1 the column indicates the sum of the weights applicable to the days in each averaging period. (See "Revision to the reserves regulations: Introducing weighted averaging" Bank of Canada Review, September 1983.)

Chartered bank cash reserves			Clearing balances of other directly clearing members of the Canadian Payments Association	
Sum of reservable day weights in period ⁽¹⁾	Cumulative excess reserves at end of period	Average excess reserve ratios	Average holdings of Bank of Canada deposits	Number of clearing days in month
9	485	.036		
11	939	.057	4	20
11	535	.032		
9	570	.042	3	20
11	770	.048		
12	544	.031	4	23
10	356	.025		
10	577	.040	3	20
10	458	.032		
11	780	.050	3	21
11	307	.020		
11	378	.024	7	22
10	440	.031		
10	462	.033	5	20
11	604	.039		
12	435	.026	8	23
15	321	.015		
15	284	.014	36	21
14	415	.022		
17	2,204	.094	49	20
15	944	.046		
15	402	.020	73	21
15	833	.042		
15	641	.032	95	20
14	469	.025		
18	582	.024	79	21
15	600	.029		

APPENDIX TABLE III

Bank of Canada Advances to Members of the Canadian Payments Association and PRA Outstanding with Investment Dealers

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Advances to chartered banks		Purchase and Resale Agreements		Advances to directly clearing non-bank members of the CPA	
		Number of days outstanding	Average amount outstanding ⁽¹⁾	Number of days outstanding	Average amount outstanding ⁽¹⁾	Number of days outstanding	Average amount outstanding ⁽²⁾
1983							
January	1-15	3	45.6	9	267.0	1	0.1
	16-31	3	2.9	10	255.1		
February	1-15	1	7.7	4	89.7	—	—
	16-28	1	18.7	9	247.3		
March	1-15	9	70.8	9	185.7	2	0.6
	16-31	1	24.5	6	72.3		
April	1-15	1	0.4	8	174.6	2	0.3
	16-30	2	0.9	8	210.2		
May	1-15	2	8.1	9	215.1	2	0.6
	16-31	3	7.6	8	174.6		
June	1-15	3	4.3	7	88.9	3	0.3
	16-30	3	3.1	8	164.8		
July	1-15	1	13.5	6	90.6	1	0.1
	16-31	1	6.9	8	203.7		
August	1-15	2	4.8	7	93.4	2	0.2
	16-31	1	0.3	8	107.3		
September	1-15	1	5.9	5	69.3	3	1.2
	16-30	2	12.8	6	88.4		
October	1-15	—	—	6	96.0	2	0.5
	16-31	2	7.4	5	56.8		
November	1-15	2	23.3	7	137.4	3	0.6
	16-30	2	3.0	2	25.5		
December	1-15	2	0.5	3	26.1	5	5.4
	16-31	3	11.3	1	25.3		
1984							
January	1-15	1	7.7	5	48.0	5	2.3
	16-31	1	1.4	8	112.8		
February	1-15	2	2.5	2	9.6		

⁽¹⁾ Advances to chartered banks and Purchase and Resale Agreements with investment dealers summed and divided by number of reservable days in the averaging period.

⁽²⁾ Advances to non-bank members of the Canadian Payments Association summed and divided by number of clearing days in the month.

APPENDIX TABLE IV

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and Bankers' Acceptances

Delivered basis, par value in millions of dollars

Net purchases from (+) or net sales to (–) investment dealers and banks							
Treasury bills	Bonds ⁽¹⁾				Bankers' acceptances ⁽²⁾	Total of bills, bonds and bankers' acceptances	Securities under PRA
	3 years and under	3–5 years	5–10 years	Over 10 years			
+ 236.6	+ 21.6	– 3.5	– 18.1	–	–	+ 236.6	+ 288.0
– 394.4	–	–	–	–	–	– 394.4	– 24.4
– 76.0	–	–	–	–	–	– 76.0	– 263.6
+ 50.0	–	–	–	–	–	+ 50.0	+ 0.0
– 30.0	+ 41.5	–	– 41.5	–	–	– 30.0	+ 101.5
+ 78.3	–	–	–	–	–	+ 78.3	– 101.5
–	–	–	–	–	–	–	+ 0.0
+ 1.0	–	–	–	–	–	+ 1.0	+ 0.0
– 112.0	–	–	–	–	–	– 112.0	+ 274.0
+ 255.0	+ 25.0	–	– 25.0	–	–	+ 255.0	– 274.0
+ 100.0	+ 345.7	– 102.0	– 200.7	– 43.0	–	+ 100.0	+ 58.9
– 260.0	+ 119.1	– 17.9	– 84.7	– 16.5	–	– 260.0	+ 168.6
– 151.5	+ 552.9	– 123.4	– 370.0	– 59.5	–	– 151.5	+ 227.5
–	+ 117.0	– 100.0	–	– 17.0	–	–	– 227.5

⁽¹⁾ Classified by years to maturity at time of transactions.

⁽²⁾ Includes maturing bankers' acceptances.

APPENDIX TABLE IV (Continued)

Bank of Canada Net Transactions in Government of Canada Securities and Bankers' Acceptances

Delivered basis, par value in millions of dollars

Net transactions with government and other client accounts				Net change in holdings of Government of Canada securities and bankers' acceptances			
Purchases (+) of new issues less matured holdings		Net purchases from (+) or net sales to (-) government accounts and client accounts		Bills	Bonds	Bankers' acceptances	Total
Bills	Bonds	Bills	Bonds				
+ 533.0	-	- 397.2	+ 0.9	+649.4	+ 11.9	-	+ 661.3
+ 208.0	+ 74.5	- 621.0	+15.7	-843.9	+ 102.3	-	- 741.6
+ 881.6	- 173.2	- 582.6	+ 2.5	- 17.5	- 193.8	-	- 211.3
+ 327.1	+ 300.0	- 364.8	+ 1.1	+ 12.3	+ 301.1	-	+ 313.4
+ 825.1	+ 63.8	- 410.5	-10.5	+478.1	+ 61.3	-	+ 539.4
+ 488.2	+ 250.0	- 677.3	+ 1.5	-204.3	+ 243.5	-	+ 39.2
+ 219.0	+ 200.0	- 329.4	+ 0.3	-110.4	+ 200.3	-	+ 89.9
+ 84.2	+ 150.0	- 298.6	- 0.3	-213.4	+ 149.7	-	- 63.7
+ 452.0	+ 201.6	- 323.4	- 0.2	+290.6	+ 201.4	-	+ 492.0
+ 181.6	+ 139.7	- 320.6	+ 0.1	-158.0	+ 139.8	-	- 18.2
+ 42.9	+ 150.0	- 242.9	- 2.0	- 41.1	+ 148.0	-	+ 106.9
+1,055.7	- 50.3	- 472.4	- 7.0	+491.9	- 57.3	-	+ 434.6
<u>+5,298.4</u>	<u>+1,306.1</u>	<u>-5,040.7</u>	<u>+ 2.1</u>	<u>+333.7</u>	<u>+1,308.2</u>	<u>-</u>	<u>+1,641.9</u>
+ 292.4	-	- 377.6	- 2.4	-312.7	- 2.4	-	- 315.1

APPENDIX TABLE V

Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities*:
New Issues and Retirements

Date in 1983	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value	
				Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct and guaranteed					
Feb.	1	8¼% Feb. 1, 1983 10½% Feb. 1, 1983			575 ⁽¹⁾ 250 ⁽²⁾
		9¾% Dec. 15, 1985	2 yrs. 10½ mos.	9.75	200
		10¼% Feb. 1, 1988	5 yrs.	10.25	350
		11¼% Feb. 1, 1993	10 yrs.	11.25	500
		11¾% Feb. 1, 2003	20 yrs.	12.05	250 ⁽³⁾
					1,300
Feb.	14				162 ⁽⁴⁾
Feb.	22	10% Mar. 15, 1986 10½% Mar. 15, 1988	3 yrs. 21 days 5 yrs. 21 days	10.19 10.63	200 300
					500
Mar.	15	11¼% Mar. 15, 1983 13¾% Mar. 15, 1983			400 ⁽⁵⁾ 300 ⁽⁶⁾
		10% Mar. 15, 1986	3 yrs.	10.12	100 ⁽⁷⁾
		10½% Mar. 15, 1988	5 yrs.	10.50	150 ⁽⁸⁾
		11¼% Feb. 1, 1993	9 yrs. 10½ mos.	11.20	450 ⁽⁹⁾
					700
Apr.	27	10% Mar. 15, 1986 10¼% Feb. 1, 1988 11¼% Feb. 1, 1993 11¾% Feb. 1, 2003	2 yrs. 10½ mos. 4 days 4 yrs. 9 mos. 4 days 9 yrs. 9 mos. 4 days 19 yrs. 9 mos. 4 days	10.00 10.31 11.20 11.88	125 ⁽¹⁰⁾ 150 ⁽¹¹⁾ 600 ⁽¹²⁾ 275 ⁽¹³⁾
					1,150
May	15	8¾% May 15, 1983			950 ⁽¹⁴⁾
		9¾% Dec. 15, 1985	2 yrs. 7 mos.	9.75	75 ⁽¹⁵⁾
		10½% Oct. 1, 1989	6 yrs. 4½ mos.	10.44	275 ⁽¹⁶⁾
		10¾% May 1, 1993	9 yrs. 11½ mos.	10.75	650
		11¼% Dec. 15, 2002	19 yrs. 7 mos.	11.28	400 ⁽¹⁷⁾
					1,400
June	6	9¼% June 6, 1985	2 yrs.	9.47	300
June	21	10½% Oct. 1, 1989 10¼% May 1, 1993 11¼% Feb. 1, 2003	6 yrs. 3 mos. 10 days 9 yrs. 10 mos. 10 days 19 yrs. 7 mos. 10 days	10.44 10.87 11.68	150 ⁽¹⁸⁾ 400 ⁽¹⁹⁾ 250 ⁽²⁰⁾
					800
July	12	10½% Mar. 15, 1988 10¾% Sept. 1, 1990 11¼% Feb. 1, 1993 11¾% Feb. 1, 2003	4 yrs. 8 mos. 3 days 7 yrs. 1 mo. 20 days 9 yrs. 6 mos. 20 days 19 yrs. 6 mos. 20 days	10.70 11.00 11.42 11.98	175 ⁽²¹⁾ 100 300 ⁽²²⁾ 225 ⁽²³⁾
					800
Aug.	1	11% Dec. 15, 1987 11¾% Dec. 15, 1992 12¼% Sept. 1, 2005	4 yrs. 4½ mos. 9 yrs. 4½ mos. 22 yrs. 1 mo.	11.00 11.75 12.21	100 ⁽²⁴⁾ 300 ⁽²⁵⁾ 250
					650
Sept.	1	4½% Sept. 1, 1983			1,993 ⁽²⁶⁾

(Continued)

APPENDIX TABLE V (Continued)

Government of Canada Direct and Guaranteed Marketable Securities*: New Issues and Retirements

Date in 1983	Issues offered/ retired	Term to maturity	Yield to maturity	Millions of dollars par value Amount delivered	Amount retired
Issues payable in Canadian dollars – direct and guaranteed					
Sept. 1	11% Dec. 15, 1987	4 yrs. 3½ mos.	11.06	350 ⁽²⁷⁾	
	11¾% Dec. 15, 1992	9 yrs. 3½ mos.	11.79	650 ⁽²⁸⁾	
	12¼% Sept. 1, 2005	22 yrs.	12.28	500 ⁽²⁹⁾	
				1,500	
Sept. 6	10½% Sept. 6, 1985	2 yrs.	10.67	300	
Sept. 27	11¼% Dec. 15, 1989	6 yrs. 2 mos. 18 days	11.41	225 ⁽³⁰⁾	
	11¾% Oct. 15, 1993	10 yrs. 18 days	11.83	225	
	12¼% Sept. 1, 2005	21 yrs. 11 mos. 4 days	12.35	250 ⁽³¹⁾	
				700	
Oct. 15	16% Oct. 15, 1983				75 ⁽³²⁾
	18¾% Oct. 15, 1983				100 ⁽³³⁾
	10% Mar. 15, 1986	2 yrs. 5 mos.	10.11	100 ⁽³⁴⁾	
	10¾% Oct. 15, 1988	5 yrs.	10.82	200	
	11¾% Oct. 15, 1993	10 yrs.	11.75	300 ⁽³⁵⁾	
	12% Mar. 1, 2005	21 yrs. 4½ mos.	12.16	250	
				850	
Nov. 8	10% Mar. 15, 1986	2 yrs. 4 mos. 7 days	10.04	100 ⁽³⁶⁾	
	10¾% Oct. 15, 1988	4 yrs. 11 mos. 7 days	10.81	175 ⁽³⁷⁾	
	11½% Dec. 15, 1993	10 yrs. 1 mo. 7 days	11.54	200	
	12% Mar. 1, 2005	21 yrs. 3 mos. 23 days	12.16	225 ⁽³⁸⁾	
				700	
Dec. 6	9¾% Dec. 6, 1985	2 yrs.	9.94	350	
Dec. 15	9% Dec. 15, 1983				350 ⁽³⁹⁾
	12¾% Dec. 15, 1983				275 ⁽⁴⁰⁾
	13¼% Dec. 15, 1983				200 ⁽⁴¹⁾
	10% Dec. 15, 1986	3 yrs.	10.20	100	
	10¾% Oct. 15, 1988	4 yrs. 10 mos.	10.81	250 ⁽⁴²⁾	
	11½% Dec. 15, 1993	10 yrs.	11.63	375 ⁽⁴³⁾	
	12% Mar. 1, 2005	21 yrs. 2½ mos.	12.16	275 ⁽⁴⁴⁾	
				1,000	
Dec. 16					6 ⁽⁴⁵⁾
	Total bonds payable in Canadian dollars			13,000	5,636
	Total treasury bills*			98,575	85,275
Issues payable in foreign currencies – direct					
Apr. 1					309 ⁽⁴⁶⁾
Apr. 15					1 ⁽⁴⁷⁾
May 20					299 ⁽⁴⁸⁾
Oct. 15					493 ⁽⁴⁹⁾
					1 ⁽⁴⁷⁾
Oct. 27	U.S. \$500 million 10¾% notes due October 27, 1988	5 yrs.		616 ⁽⁵⁰⁾	
	Total notes and bonds payable in foreign currencies			616	1,103

(Continued)

- * Includes 21-day, three-month, six-month and one-year treasury bills.
- (1) Maturity of 8¼% bonds issued February 1, 1978 and April 1, 1978.
- (2) Maturity of 10½% bonds issued August 1, 1980.
- (3) In addition to \$1,700 million 11¾% bonds due February 1, 2003 already outstanding.
- (4) Cancellation of \$29.3 million 9½% June 15, 1994 bonds, \$25.5 million 10% October 1, 1995 bonds, \$24.0 million 9¼% May 15, 1997 bonds, \$14.5 million 9% October 15, 1999 bonds, \$12.5 million 9¼% December 15, 2000 bonds, \$32.5 million 9½% October 1, 2001 bonds, \$6.0 million 8¾% February 1, 2002 bonds, \$18.0 million 9½% October 1, 2003 bonds by Purchase Fund.
- (5) Maturity of 11¼% bonds issued June 1, 1980.
- (6) Maturity of 13¼% bonds issued March 31, 1980 and May 1, 1980.
- (7) In addition to \$200 million 10% bonds due March 15, 1986 already outstanding.
- (8) In addition to \$300 million 10½% bonds due March 15, 1988 already outstanding.
- (9) In addition to \$500 million 11¼% bonds due February 1, 1993 already outstanding.
- (10) In addition to \$300 million 10% bonds due March 15, 1986 already outstanding.
- (11) In addition to \$350 million 10¼% bonds due February 1, 1988 already outstanding.
- (12) In addition to \$950 million 11¼% bonds due February 1, 1993 already outstanding.
- (13) In addition to \$1,950 million 11¾% bonds due February 1, 2003 already outstanding.
- (14) Maturity of 8¼% bonds issued May 15, 1978, July 1, 1978 and August 15, 1978.
- (15) In addition to \$200 million 9¼% bonds due December 15, 1985 already outstanding.
- (16) In addition to \$350 million 10½% bonds due October 1, 1989 already outstanding.
- (17) In addition to \$1,225 million 11¼% bonds due December 15, 2002 already outstanding.
- (18) In addition to \$625 million 10½% bonds due October 1, 1989 already outstanding.
- (19) In addition to \$650 million 10¼% bonds due May 1, 1993 already outstanding.
- (20) In addition to \$2,225 million 11¾% bonds due February 1, 2003 already outstanding.
- (21) In addition to \$450 million 10½% bonds due March 15, 1988 already outstanding.
- (22) In addition to \$1,550 million 11¼% bonds due February 1, 1993 already outstanding.
- (23) In addition to \$2,475 million 11¾% bonds due February 1, 2003 already outstanding.
- (24) In addition to \$325 million 11% bonds due December 15, 1987 already outstanding.
- (25) In addition to \$1,100 million 11¾% bonds due December 15, 1992 already outstanding.
- (26) Maturity of 4½% bonds issued September 1, 1958.
- (27) In addition to \$425 million 11% bonds due December 15, 1987 already outstanding.
- (28) In addition to \$1,400 million 11¾% bonds due December 15, 1992 already outstanding.
- (29) In addition to \$250 million 12¼% bonds due September 1, 2005 already outstanding.
- (30) In addition to \$450 million 11¼% bonds due December 15, 1989 already outstanding.
- (31) In addition to \$750 million 12¼% bonds due September 1, 2005 already outstanding.
- (32) Maturity of 16% bonds issued July 1, 1981.
- (33) Maturity of 18¼% bonds issued October 15, 1981.
- (34) In addition to \$425 million 10% bonds due March 15, 1986 already outstanding.
- (35) In addition to \$225 million 11¾% bonds due October 15, 1993 already outstanding.
- (36) In addition to \$525 million 10% bonds due March 15, 1986 already outstanding.
- (37) In addition to \$200 million 10¼% bonds due October 15, 1988 already outstanding.
- (38) In addition to \$250 million 12% bonds due March 1, 2005 already outstanding.
- (39) Maturity of 9% bonds issued October 1, 1978.
- (40) Maturity of 12¼% bonds issued February 1, 1981.
- (41) Maturity of 13¼% bonds issued December 1, 1980.
- (42) In addition to \$375 million 10¼% bonds due October 15, 1988 already outstanding.
- (43) In addition to \$200 million 11½% bonds due December 15, 1993 already outstanding.
- (44) In addition to \$475 million 12% bonds due March 1, 2005 already outstanding.
- (45) Cancellation of guaranteed debt by Purchase Funds.
- (46) Maturity of U.S.\$250 million 8% bonds issued April 1, 1978.
- (47) Partial redemption at par of U.S. pay 5% bonds due October 15, 1987 for Sinking Fund.
- (48) Maturity of DM600 million 4¼% notes issued May 20, 1978.
- (49) Maturity of U.S.\$400 million 9% bonds issued October 15, 1978.
- (50) Issued in the Euro-U.S. market.

BANK OF CANADA Statement of Revenue and Expense

Year Ended December 31, 1983
(with comparative figures for 1982)

	1983	1982
	(thousands of dollars)	
REVENUE		
Revenue from investments and other sources after deducting interest of \$2,493 (\$5,129 in 1982) paid on deposits	\$1,861,559	\$1,986,072
EXPENSE		
Salaries ⁽¹⁾	\$ 47,588	\$ 42,858
Contributions to pension and insurance funds ⁽¹⁾	6,033	5,329
Other staff expenses ⁽²⁾	1,529	1,682
Directors' fees	87	98
Auditors' fees and expenses	319	297
Taxes – municipal and business	6,535	6,100
Bank note costs	27,086	25,372
Data processing and computer costs	4,687	4,669
Maintenance of premises and equipment – net ⁽³⁾	8,790	8,372
Printing of publications	563	591
Other printing and stationery	1,532	1,387
Postage and express	1,607	1,400
Telecommunications	1,574	1,353
Travel and staff transfers	1,524	1,405
Other expenses	1,005	968
	110,459	101,881
Depreciation on buildings and equipment	6,899	5,717
	117,358	107,598
NET REVENUE PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	\$1,744,201	\$1,878,474

(1) Salaries, including overtime, and related contributions to pension and insurance funds for bank staff other than those engaged in building maintenance. The number of employee years worked by such staff (including temporary, part-time and overtime work) was 2,078 in 1983 compared with 2,015 in 1982.

(2) Includes cafeteria expenses, retirement allowances, educational training costs and medical expenses.

(3) Includes all building maintenance costs (including staff costs) but net of rental income.

(See accompanying notes to the financial statements)

BANK OF CANADA Statement of Assets and Liabilities

as at December 31, 1983
(with comparative figures for 1982)

ASSETS	1983 (thousands of dollars)	1982
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	\$ 305,045	\$ 259,438
Other currencies	4,068	4,427
	<u>309,113</u>	<u>263,865</u>
Advances to members of the Canadian Payments Association	<u>25,000</u>	<u>143,000</u>
Investments — at amortized values (Note 2):		
Treasury bills of Canada	2,762,816	2,426,499
Other securities issued or guaranteed by		
Canada maturing within three years	4,575,975	4,696,898
Other securities issued or guaranteed by		
Canada not maturing within three years	9,687,675	8,247,778
Other investments	<u>274,070</u>	<u>1,240,867</u>
	<u>17,300,536</u>	<u>16,612,042</u>
Bank premises:		
Land, buildings and equipment, at cost		
less accumulated depreciation	<u>85,420</u>	<u>82,210</u>
Cheques drawn on other members of the Canadian Payments Association	<u>2,210,625</u>	<u>1,635,404</u>
Accrued interest on investments	<u>431,505</u>	<u>387,644</u>
Collections and payments in process of settlement:		
Government of Canada (net)	<u>312,571</u>	<u>283,778</u>
Other assets	<u>5,742</u>	<u>14,964</u>
	<u>\$20,680,512</u>	<u>\$19,422,907</u>

(See accompanying notes to the financial statements)

LIABILITIES	1983	1982
	(thousands of dollars)	
Capital paid up	\$ 5,000	\$ 5,000
Rest fund	25,000	25,000
Notes in circulation	14,163,088	12,718,781
Deposits:		
Government of Canada	90,407	81,016
Chartered banks	3,446,392	4,838,438
Other members of the Canadian Payments Association	146,805	—
Other deposits	149,459	162,585
	3,833,063	5,082,039
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	82,925	80,608
Other	24	147
	82,949	80,755
Bank of Canada cheques outstanding	2,566,286	1,506,187
Other liabilities	5,126	5,145
	<u>\$20,680,512</u>	<u>\$19,422,907</u>

Governor, **G. K. BOUEY**

Chief Accountant, **A. C. LAMB**

Auditors' Report We have examined the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1983 and the statement of revenue and expense for the year then ended. Our examination was made in accordance with generally accepted auditing standards, and accordingly included such tests and other procedures as we considered necessary in the circumstances.

In our opinion, these financial statements present fairly the financial position of the Bank as at December 31, 1983 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies, applied on a basis consistent with that of the preceding year.

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ & ASSOCIÉS

CLARKSON GORDON

Ottawa, Canada, January 13, 1984

BANK OF CANADA Notes to the Financial Statements

December 31, 1983

1. Significant Accounting Policies

The financial statements have been prepared within the framework of the accounting policies summarized below.

a. Form of Presentation

The form of the statement of assets and liabilities meets the requirements of the Bank of Canada Act.

b. Revenues and Expenses

Revenues and expenses have been accounted for on the accrual basis.

c. Investments

In accordance with the requirements of the Bank of Canada Act, these assets have been recorded at their cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition have been included in income.

d. Translation of Foreign Currencies

Assets and liabilities in foreign currencies have been translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end.

e. Depreciation

Depreciation has been recorded at the following annual rates applied on the declining balance method:

Buildings	5%
Equipment	20%

2. Investments

Included in investments are securities of the Government of Canada totalling \$220,587,546.00 (nil in 1982) held under Purchase and Resale Agreements.

Board of Directors

G. K. BOUEY	OTTAWA Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
J. CLARRY	TORONTO, ONT. <i>Member of the Executive Committee</i>
J. H. DICKEY	HALIFAX, N.S.
E. H. FINN	OTTAWA, ONT.
J. H. FRASER	CHARLOTTETOWN, P.E.I.
S. KANEE	WINNIPEG, MAN. <i>Member of the Executive Committee</i>
C. LEBON	QUEBEC, QUE.
A. A. LEBOUTHILLIER	CARAQUET, N.B.
J. R. LONGSTAFFE	VANCOUVER, B.C.
J. S. PALMER	CALGARY, ALTA.
M ^{ME} Y. LEFEBVRE-RICHARD	MONTREAL, QUE. <i>Member of the Executive Committee</i>
J. A. STACK	SASKATOON, SASK. <i>Member of the Executive Committee</i>
M. WOODWARD	GOOSE BAY, NFLD.
Ex-officio	
M. A. COHEN	OTTAWA Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>

Principal Officers

G. K. BOUEY, *Governor*
R. W. LAWSON, *Senior Deputy Governor*
A. JUBINVILLE, *Deputy Governor*
J. N. R. WILSON, *Adviser*
W. A. MCKAY, *Adviser*
S. VACHON, *Adviser*⁽¹⁾
J. CLÉMENT, *Associate Adviser*
J. W. CROW, *Deputy Governor*
J. BUSSIÈRES, *Adviser*
G. G. THIESSEN, *Adviser*
J. S. ROBERTS, *Associate Adviser*⁽²⁾
T. E. NOËL, *Secretary*

Securities Department

F. FAURE, *Chief*
V. O'REGAN, *Deputy Chief*
S. L. HARRIS, *Securities Adviser*
J. F. DINGLE, *Securities Adviser*⁽³⁾
I. D. CLUNIE, *Securities Adviser*
N. CLOSE, *Securities Adviser*

Research Department

W. R. WHITE, *Chief*
J.-P. AUBRY, *Deputy Chief*

Department of Monetary and Financial Analysis

C. FREEDMAN, *Chief*
W. P. JENKINS, *Deputy Chief*

International Department

W. E. ALEXANDER, *Chief*
R. F. S. JARRETT, *Chief, Foreign Exchange Operations*
K. J. CLINTON, *Research Adviser*
D. J. POWELL, *Research Adviser*

Department of Banking Operations

D. G. M. BENNETT, *Chief*
C. A. ST. LOUIS, *Deputy Chief*
W. R. MELBOURN, *Deputy Chief*
G. B. MAY, *Banking Operations Adviser*
E. W. CHINN, *Banking Operations Adviser*

Public Debt Department

G. M. PIKE, *Chief*

Secretary's Department

T. E. NOËL, *Secretary*
R. L. FLETT, *Associate Secretary*
H. A. D. SCOTT, *Special Adviser*

Computer Services Department

J. M. MCCORMACK, *Chief*
D. W. MACDONALD, *Associate Chief*

Personnel Department

J. E. H. CONDER, *Chief*

Department of Premises Management

R. H. OSBORNE, *Chief*
K. W. KAINE, *Deputy Chief*

Comptroller's Department

A. C. LAMB, *Comptroller and Chief Accountant*
C. J. STEPHENSON, *Deputy Comptroller*

Audit Department

J. M. E. MORIN, *Auditor*
M. MUZYKA, *Deputy Auditor*

⁽¹⁾ Also Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

⁽²⁾ On leave of absence as Interim General Manager of the Canadian Payments Association

⁽³⁾ Also Alternate Chairman of the Board of the Canadian Payments Association

Regional Representatives and Agencies

Securities Department

TORONTO	D. R. CAMERON, <i>Chief, Toronto Division</i>
MONTREAL	J. CLÉMENT, <i>Chief, Montreal Division</i>
VANCOUVER	E. F. TIMM, <i>Representative</i>
EDMONTON	A. G. KEITH, <i>Representative</i>

International Department

TORONTO	D. R. STEPHENSON, <i>Foreign Exchange Adviser</i>
MONTREAL	G. HOOJA, <i>Foreign Exchange Representative</i>

Department of Banking Operations

HALIFAX	R. E. BURGESS, <i>Agent</i>
SAINT JOHN, N.B.	K. T. MCGILL, <i>Agent</i>
MONTREAL	R. MARCOTTE, <i>Agent</i>
	J. G. M. SABOURIN, <i>Assistant Agent</i>
OTTAWA	R. DUPONT, <i>Agent</i>
TORONTO	C. R. TOUSAW, <i>Agent and</i> <i>Banking Operations Adviser</i>
	G. R. STOCKFORD, <i>Deputy Agent</i>
	C. P. DESAUTELS, <i>Assistant Agent</i>
WINNIPEG	A. H. POTTER, <i>Agent</i>
REGINA	G. L. PAGE, <i>Agent</i>
CALGARY	R. E. A. ROBERTSON, <i>Agent</i>
VANCOUVER	G. H. SMITH, <i>Agent</i>

Département des Valeurs	
TORONTO	D. R. CAMERON, <i>Chef, Bureau de Toronto</i>
MONTREAL	J. CLEMENT, <i>Chef, Bureau de Montréal</i>
VANCOUVER	E. F. TIMM, <i>Représentant</i>
EDMONTON	A. G. KEITH, <i>Représentant</i>
Département des Relations internationales	
TORONTO	D. R. STEPHENSON, <i>Cambiste-conseil</i>
MONTREAL	G. HOOJA, <i>Représentant des Opérations sur devises</i>
Département des Opérations bancaires	
HALIFAX	R. E. BURGESS, <i>Agent</i>
SAINT-JEAN (N.-B.)	K. T. MCGILL, <i>Agent</i>
MONTREAL	R. MARCOTTE, <i>Agent</i>
OTTAWA	R. DUPONT, <i>Agent</i>
TORONTO	C. R. TOUSAW, <i>Agent et</i> <i>Conseiller aux opérations bancaires</i>
G. R. STOCKFORD, <i>Sous-agent</i>	
C. P. DESAUTELS, <i>Agent adjoint</i>	
WINNIPEG	A. H. POTTER, <i>Agent</i>
REGINA	G. L. PAGE, <i>Agent</i>
CALGARY	R. E. A. ROBERTSON, <i>Agent</i>
VANCOUVER	G. H. SMITH, <i>Agent</i>

G. K. BOUEY, Gouverneur
R. W. LAWSON, Premier sous-gouverneur
J. W. CROW, Sous-gouverneur
J. BUSSIERES, Conseiller
G. G. THIESSEN, Conseiller
J. S. ROBERTS, Conseiller associé⁽²⁾
T. E. NOEL, Secrétaire

Département des Valeurs

F. FAURE, Chef

V. O'REGAN, Sous-chef
S. L. HARRIS, Conseiller en valeurs
J. F. DINGLE, Conseiller en valeurs⁽¹⁾
I. D. CLUNIE, Conseiller en valeurs
N. CLOSE, Conseiller en valeurs

Département des Recherches

W. R. WHITE, Chef

J.-P. AUBRY, Sous-chef

Département des Études monétaires et financières

C. FREEDMAN, Chef

W. P. JENKINS, Sous-chef

Département des Relations internationales

W. E. ALEXANDER, Chef

R. F. S. JARRETT, Chef de la Section des opérations sur devises

K. J. CLINTON, Conseiller en recherches
D. J. POWELL, Conseiller en recherches

Département des Opérations bancaires

D. G. M. BENNETT, Chef

W. R. MELBOURN, Sous-chef

G. B. MAY, Conseiller aux opérations bancaires
E. W. CHINN, Conseiller aux opérations bancaires

Département de la Dette publique

G. M. PIKE, Chef

Secrétariat

T. E. NOEL, Secrétaire

R. L. FLETT, Secrétaire associé

Département d'Informatique

J. M. MCCORMACK, Chef

D. W. MACDONALD, Chef associé

Département du Personnel

J. E. H. CONDER, Chef

Département de la Gestion des immeubles

R. H. OSBORNE, Chef

K. W. KAINE, Sous-chef

Département de Contrôle

A. C. LAMB, Contrôleur et Chef de la comptabilité

C. J. STEPHENSON, Sous-contrôleur

Département de la Vérification

J. M. E. MORIN, Vérificateur

M. MUZYKA, Sous-vérificateur

(1) Également Président du Conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements
(2) Détaché à l'Association canadienne des paiements en qualité de Directeur général intérimaire
(3) Également Président suppléant du Conseil de l'Association canadienne des paiements

G. K. BOUEY	OTTAWA	Gouverneur	<i>Membre du Comité de direction</i>
R. W. LAWSON	OTTAWA	Premier sous-gouverneur	<i>Membre du Comité de direction</i>
J. CLARRY	TORONTO (ONTARIO)		<i>Membre du Comité de direction</i>
J. H. DICKEY	HALIFAX (NOUVELLE-ÉCOSSE)		
E. H. FINN	OTTAWA (ONTARIO)		
J. H. FRASER	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD)		
S. KANEE	WINNIPEG (MANITOBA)		<i>Membre du Comité de direction</i>
C. LEBON	QUÉBEC (QUÉBEC)		
A. A. LEBOUTHILLIER	CARAQUET (NOUVEAU-BRUNSWICK)		
J. R. LONGSTAFFE	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE)		
J. S. PALMER	CALGARY (ALBERTA)		
M ^{ME} Y. LEFEBVRE-RICHARD	MONTREAL (QUÉBEC)		<i>Membre du Comité de direction</i>
J. A. STACK	SASKATOON (SASKATCHEWAN)		<i>Membre du Comité de direction</i>
M. WOODWARD	GOOSE BAY (TERRE-NEUVE)		
Membre d'office			
M. A. COHEN	OTTAWA	Sous-ministre des Finances	<i>Membre du Comité de direction</i>

1. Principales conventions comptables
 Ces états financiers ont été dressés dans le cadre des conventions comptables énumérées ci-dessous.

a) Forme de présentation :

La présentation de l'état de l'actif et du passif satisfait aux exigences de la Loi sur la Banque du Canada.

b) Revenus et dépenses :

Les revenus et dépenses ont été comptabilisés selon la méthode d'exercice.

c) Placements :

Conformément aux prescriptions de la Loi sur la Banque du Canada, ces placements ont été inscrits au prix coûtant ajusté de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur disposition de ces placements ont été imputés aux revenus.

d) Conversion des devises étrangères :

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice.

e) Amortissement :

L'amortissement a été inscrit selon la méthode du solde dégressif aux taux annuels suivants :

Bâtimens	5 %
Équipement	20 %

2. Placements
 Les placements incluent \$220 587 546,00 de valeurs mobilières du Gouvernement du Canada (néant en 1982) qui sont détenues en vertu de conventions d'achat et de revente.

CLARKSON GORDON

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ & ASSOCIÉS

Ottawa, Canada, le 13 janvier 1984.

Rapport des vérificateurs Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1983, ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues et a comporté par conséquent les sondages et autres procédés que nous avons jugés nécessaires dans les circonstances.

À notre avis, ces états financiers présentent fidèlement la situation financière de la Banque au 31 décembre 1983, ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

Le Comptable en Chef, A. C. LAMB

Le Gouverneur, G. K. BOUEY

\$20 680 512

\$19 422 907

PASSIF		(en milliers de dollars)	
		1983	1982
Capital versé	.....	\$ 5 000	\$ 5 000
Fonds de réserve	.....	25 000	25 000
Billets en circulation	.....	14 163 088	12 718 781
Dépôts :			
Gouvernement du Canada	.....	90 407	81 016
Banques à charte	.....	3 446 392	4 838 438
Autres membres de l'Association canadienne des paiements	.....	146 805	-
Autres dépôts	.....	149 459	162 585
		3 833 063	5 082 039
Passif payable en devises étrangères :			
Gouvernement du Canada	.....	82 925	80 608
Autres	.....	24	147
		82 949	80 755
Chèques de la Banque du Canada non compensés	.....	2 566 286	1 506 187
Autres éléments de passif	.....	5 126	5 145

BANQUE DU CANADA Etat de l'Actif et du Passif

au 31 décembre 1983
(avec chiffres comparatifs pour 1982)

ACTIF		
1983	1982	(en milliers de dollars)
Dépôts payables en devises étrangères :		
Devises américaines	\$ 305 045	\$ 259 438
Autres devises	4 068	4 427
Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements	309 113	263 865
Placements, à leurs valeurs amorties (note 2) :		
Bons du Trésor du Canada	2 762 816	2 426 499
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, échéant dans les trois ans	4 575 975	4 696 898
Autres valeurs mobilières émises ou garanties par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans	9 687 675	8 247 778
Autres placements	274 070	1 240 867
Immubles de la Banque :	17 300 536	16 612 042
Terrains, bâtiments et équipement, au prix coûtant, moins l'amortissement accumulé	85 420	82 210
Chèques tirés sur d'autres membres de l'Association canadienne des paiements	2 210 625	1 635 404
Intérêts courus sur placements	431 505	387 644
Solde des recouvrements et des paiements en cours de règlement :		
Gouvernement du Canada (montant net)	312 571	283 778
Autres éléments d'actif	5 742	14 964
	\$20 680 512	\$19 422 907

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

BANQUE DU CANADA

De l'exercice terminé le 31 décembre 1983
(avec chiffres comparatifs pour 1982)

1983
1982
(en milliers de dollars)

REVENUS

Revenus de placements et d'autres sources après déduction
des intérêts de \$2 493 (\$5 129 en 1982) payés sur les dépôts

DÉPENSES

Traitements ⁽¹⁾	\$ 47 588	\$ 42 858
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance du personnel ⁽¹⁾	6 033	5 329
Autres frais de personnel ⁽²⁾	1 529	1 682
Honoraires des administrateurs	87	98
Honoraires et frais des vérificateurs	319	297
Impôts municipaux et taxes d'affaires	6 535	6 100
Coût des billets de banque	27 086	25 372
Informatique	4 687	4 669
Entretien des immeubles et de l'équipement – montant net ⁽³⁾	8 790	8 372
Impression des publications	563	591
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	1 532	1 387
Postes et messageries	1 607	1 400
Télécommunications	1 574	1 353
Déplacements et mutations	1 524	1 405
Autres dépenses	1 005	968
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	6 899	5 717
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	117 358	107 598
	<u>\$1 744 201</u>	<u>\$1 878 474</u>

- (1) Traitements et contributions aux régimes de retraite et d'assurance des employés autres que ceux affectés à l'entretien des immeubles. Le nombre d'années-employés utilisés (y compris le temps supplémentaire et les heures de travail fournies par les surnuméraires et les employés à temps partiel) a été de 2 078 en 1983 comparé à 2 015 en 1982.
- (2) Comprend les frais de fonctionnement des catégorias, les gratifications de départ à la retraite ainsi que les dépenses au titre de la formation professionnelle et des services médicaux.
- (3) Frais d'entretien des bâtiments (coûts en personnel compris), déduction faite des loyers perçus.

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

- * Comprend les bons du Trésor à 21 jours, à 3 mois, à 6 mois et à 1 an.
- (1) Échéance d'obligations 8 1/4 % émises le 1^{er} févr. 1978 et 1^{er} avril 1978.
- (2) Échéance d'obligations 10 1/2 % émises le 1^{er} août 1980.
- (3) En plus des 1 700 millions de dollars d'obligations 11 3/4 % échéance 1^{er} févr. 2003 déjà en circulation.
- (4) Annulation des titres suivants détenus par le Fonds de rachat : 29,3 millions de dollars d'obligations 9 1/2 % 15 juin 1994; 25,5 millions de dollars d'obligations 10 % 1^{er} oct. 1995; 24,0 millions de dollars d'obligations 9 1/4 % 15 mai 1997; 14,5 millions de dollars d'obligations 9 % 15 oct. 1999; 12,5 millions de dollars d'obligations 9 1/4 % 15 déc. 2000; 32,5 millions de dollars d'obligations 9 1/2 % 1^{er} oct. 2001; 6,0 millions de dollars d'obligations 8 3/4 % 1^{er} févr. 2002 et 18,0 millions de dollars d'obligations 9 1/2 % 1^{er} oct. 2003.
- (5) Échéance d'obligations 11 1/4 % émises le 1^{er} juin 1980.
- (6) Échéance d'obligations 13 1/4 % émises les 31 mars 1980 et 1^{er} mai 1980.
- (7) En plus des 300 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 15 mars 1986 déjà en circulation.
- (8) En plus des 300 millions de dollars d'obligations 10 1/2 % échéance 15 mars 1988 déjà en circulation.
- (9) En plus des 500 millions de dollars d'obligations 11 1/4 % échéance 1^{er} févr. 1993 déjà en circulation.
- (10) En plus des 300 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 15 mars 1986 déjà en circulation.
- (11) En plus des 350 millions de dollars d'obligations 10 1/4 % échéance 1^{er} févr. 1988 déjà en circulation.
- (12) En plus des 950 millions de dollars d'obligations 11 1/4 % échéance 1^{er} févr. 1993 déjà en circulation.
- (13) En plus des 1 950 millions de dollars d'obligations 11 1/4 % échéance 1^{er} févr. 2003 déjà en circulation.
- (14) Échéance d'obligations 8 3/4 % émises les 15 mai 1978, 1^{er} juil. 1978 et 15 août 1978.
- (15) En plus des 200 millions de dollars d'obligations 9 1/4 % échéance 15 déc. 1985 déjà en circulation.
- (16) En plus des 350 millions de dollars d'obligations 10 1/2 % échéance 1^{er} oct. 1989 déjà en circulation.
- (17) En plus des 1 225 millions de dollars d'obligations 11 1/4 % échéance 15 déc. 2002 déjà en circulation.
- (18) En plus des 625 millions de dollars d'obligations 10 1/2 % échéance 1^{er} oct. 1989 déjà en circulation.
- (19) En plus des 650 millions de dollars d'obligations 10 3/4 % échéance 1^{er} mai 1993 déjà en circulation.
- (20) En plus des 2 225 millions de dollars d'obligations 11 3/4 % échéance 1^{er} févr. 2003 déjà en circulation.
- (21) En plus des 450 millions de dollars d'obligations 10 1/2 % échéance 15 mars 1988 déjà en circulation.
- (22) En plus des 1 550 millions de dollars d'obligations 11 1/4 % échéance 1^{er} févr. 1993 déjà en circulation.
- (23) En plus des 2 475 millions de dollars d'obligations 11 1/4 % échéance 1^{er} févr. 2003 déjà en circulation.
- (24) En plus des 325 millions de dollars d'obligations 11 % échéance 15 déc. 1987 déjà en circulation.
- (25) En plus des 1 100 millions de dollars d'obligations 11 3/4 % échéance 15 déc. 1992 déjà en circulation.
- (26) Échéance d'obligations 4 1/2 % émises le 1^{er} sept. 1958.
- (27) En plus des 425 millions de dollars d'obligations 11 % échéance 15 déc. 1987 déjà en circulation.
- (28) En plus des 1 400 millions de dollars d'obligations 11 3/4 % échéance 15 déc. 1992 déjà en circulation.
- (29) En plus des 450 millions de dollars d'obligations 11 1/4 % échéance 1^{er} sept. 2005 déjà en circulation.
- (30) En plus des 450 millions de dollars d'obligations 11 1/4 % échéance 15 déc. 1989 déjà en circulation.
- (31) En plus des 750 millions de dollars d'obligations 12 1/4 % échéance 1^{er} sept. 2005 déjà en circulation.
- (32) Échéance d'obligations 16 % émises le 1^{er} juil. 1981.
- (33) Échéance d'obligations 18 1/2 % émises le 15 oct. 1981.
- (34) En plus des 425 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 15 mars 1986 déjà en circulation.
- (35) En plus des 425 millions de dollars d'obligations 11 3/4 % échéance 15 oct. 1993 déjà en circulation.
- (36) En plus des 575 millions de dollars d'obligations 10 % échéance 15 mars 1986 déjà en circulation.
- (37) En plus des 200 millions de dollars d'obligations 10 1/4 % échéance 15 oct. 1988 déjà en circulation.
- (38) En plus des 250 millions de dollars d'obligations 12 % échéance 1^{er} mars 2005 déjà en circulation.
- (39) Échéance d'obligations 9 % émises le 1^{er} oct. 1978.
- (40) Échéance d'obligations 12 1/4 % émises le 1^{er} févr. 1981.
- (41) Échéance d'obligations 13 1/4 % émises le 1^{er} déc. 1980.
- (42) En plus des 375 millions de dollars d'obligations 10 1/4 % échéance 15 oct. 1988 déjà en circulation.
- (43) En plus des 200 millions de dollars d'obligations 11 1/2 % échéance 15 déc. 1993 déjà en circulation.
- (44) En plus des 475 millions de dollars d'obligations 12 % échéance 1^{er} mars 2005 déjà en circulation.
- (45) Annulation de titres garantis détenus par le Fonds de rachat.
- (46) Échéance de 250 millions de dollars E.-U. d'obligations 8 % émises le 1^{er} avril 1978.
- (47) Rachat partiel, à la valeur nominale, des obligations en dollars E.-U. 5 % échéance 15 oct. 1987 effectué par le Fonds d'amortissement.
- (48) Échéance de 600 millions de DM de billets 4 1/4 % émis le 20 mai 1978.
- (49) Échéance de 400 millions de dollars E.-U. d'obligations 9 % émises le 15 oct. 1978.
- (50) Placés sur le marché des euro-dollars E.-U.

Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement[illegible]

ANNEXE TABLEAU V

Titres négociables émis ou garantis par le gouvernement canadien* : émissions et remboursements

Date en 1983	Désignation des emprunts	Échéance	Rendement à l'échéance	En millions de dollars, valeur nominale	Livraisons Remboursements
--------------	--------------------------	----------	------------------------	---	---------------------------

Titres libellés en dollars canadiens émis ou garantis par le gouvernement

1 ^{er} févr.	8 1/4 % 1 ^{er} févr. 1983	2 ans et 10 1/2 mois	9,75	200	250 ⁽²⁾
	10 1/2 % 1 ^{er} févr. 1983				
	9 3/4 % 15 déc. 1985				
	10 1/4 % 1 ^{er} févr. 1988	5 ans	10,25	350	
	11 1/4 % 1 ^{er} févr. 1993	10 ans	11,25	500	
	11 1/4 % 1 ^{er} févr. 2003	20 ans	12,05	250 ⁽³⁾	
14 févr.	10 % 15 mars 1986	3 ans et 21 jours	10,19	200	162 ⁽⁴⁾
22 févr.	10 % 15 mars 1986	5 ans et 21 jours	10,63	300	
15 mars	11 1/4 % 15 mars 1983			500	
	13 1/4 % 15 mars 1983				400 ⁽⁵⁾
	10 % 15 mars 1986	3 ans	10,12	100 ⁽⁷⁾	300 ⁽⁶⁾
	10 1/2 % 15 mars 1988	5 ans	10,50	150 ⁽⁸⁾	
	11 1/4 % 1 ^{er} févr. 1993	9 ans et 10 1/2 mois	11,20	450 ⁽⁹⁾	
27 avril	10 % 15 mars 1986	2 ans, 10 1/2 mois et 4 jours	10,00	700	
	10 1/4 % 1 ^{er} févr. 1988	4 ans, 9 mois et 4 jours	10,31	125 ⁽¹⁰⁾	
	11 1/4 % 1 ^{er} févr. 1993	9 ans, 9 mois et 4 jours	11,20	600 ⁽¹²⁾	
	11 1/4 % 1 ^{er} févr. 2003	19 ans, 9 mois et 4 jours	11,88	275 ⁽¹³⁾	
15 mai	8 3/4 % 15 mai 1983			1 150	950 ⁽¹⁴⁾
	9 3/4 % 15 déc. 1985	2 ans et 7 mois	9,75	75 ⁽¹⁵⁾	
	10 1/2 % 1 ^{er} oct. 1989	6 ans et 4 1/2 mois	10,44	275 ⁽¹⁶⁾	
	10 3/4 % 1 ^{er} mai 1993	9 ans et 11 1/2 mois	10,75	650	
	11 1/4 % 15 déc. 2002	19 ans et 7 mois	11,28	400 ⁽¹⁷⁾	
6 juin	9 1/4 % 6 juin 1985	2 ans	9,47	300	
21 juin	10 1/2 % 1 ^{er} oct. 1989	6 ans, 3 mois et 10 jours	10,44	150 ⁽¹⁸⁾	
	10 3/4 % 1 ^{er} mai 1993	9 ans, 10 mois et 10 jours	10,87	400 ⁽¹⁹⁾	
	11 1/4 % 1 ^{er} févr. 2003	19 ans, 7 mois et 10 jours	11,68	250 ⁽²⁰⁾	
12 juill.	10 1/2 % 15 mars 1988	4 ans, 8 mois et 3 jours	10,70	800	
	10 3/4 % 1 ^{er} sept. 1990	7 ans, 1 mois et 20 jours	11,00	100	
	11 1/4 % 1 ^{er} févr. 1993	9 ans, 6 mois et 20 jours	11,42	300 ⁽²²⁾	
	11 1/4 % 1 ^{er} févr. 2003	19 ans, 6 mois et 20 jours	11,98	225 ⁽²³⁾	
1 ^{er} août	11 % 15 déc. 1987	4 ans et 4 1/2 mois	11,00	800	
	11 1/4 % 15 déc. 1992	9 ans et 4 1/2 mois	11,75	300 ⁽²⁵⁾	
	12 1/4 % 1 ^{er} sept. 2005	22 ans et 1 mois	12,21	250	
1 ^{er} sept.	4 1/2 % 1 ^{er} sept. 1983			650	1 993 ⁽²⁶⁾

(Suite)

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires

D'après la date de livraison des titres, valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes* avec le gouvernement ou d'autres clients

Opérations nettes* avec le gouvernement ou d'autres clients		Souscriptions lors de		Portefeuilles du		remboursements		à l'échéance	
Bons		Obligations		Bons		Obligations		Bons	
Variations nettes des avoirs en titres		du gouvernement et en acceptations bancaires		Obligations		Acceptations bancaires		Total	

ANNEXE TABLEAU IV

Opérations nettes de la Banque du Canada sur titres du gouvernement canadien et sur acceptations bancaires

D'après la date de livraison des titres; valeur nominale, en millions de dollars

Opérations nettes* avec les courtiers en valeurs mobilières et avec les banques	Bons du Trésor	Obligations ⁽¹⁾					Acceptations bancaires ⁽²⁾	Ensemble des postes précédents	Titres pris en pension
		3 ans ou moins	5 à 10 ans		Plus de 10 ans				
			3 à 5 ans	5 à 10 ans					

1983	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	Total	1984	Janvier
	+236,6	-394,4	-76,0	+50,0	-30,0	+78,3	-	+1,0	-112,0	+255,0	+100,0	-260,0	-151,5	-	-
	+21,6	-	-	-	+41,5	-	-	-	-	+25,0	+345,7	+119,1	+552,9	-100,0	+117,0
	-3,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-102,0	-17,9	-123,4	-	-
	-18,1	-	-	-	-41,5	-	-	-	-	-25,0	-200,7	-84,7	-370,0	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-43,0	-16,5	-59,5	-17,0	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	+236,6	-394,4	-76,0	+50,0	-30,0	+78,3	-	+1,0	-112,0	+255,0	+100,0	-260,0	-151,5	-	-
	+288,0	-24,4	-263,6	+0,0	+101,5	-101,5	+0,0	+0,0	+274,0	-274,0	+58,9	+168,6	+227,5	-227,5	-

* Le signe (+) désigne un excédent des acquisitions sur les cessions et le signe (-) le contraire.
 (1) Ventilation d'après le nombre d'années à courir à compter de la date de l'opération.
 (2) Y compris les acceptations bancaires arrivant à échéance.

ANNEXE TABLEAU III

Avances consenties par la Banque du Canada aux membres de l'Association canadienne des paiements et opérations de pension avec les courtiers en valeurs mobilières

En millions de dollars, sauf indication contraire

Avances aux banques à charte			Pensions			Avances aux autres membres adhérents de l'ACP		
Nombre	Encours	de jours moyen ⁽¹⁾	Nombre	Encours	de jours moyen ⁽¹⁾	Nombre	Encours	de jours moyen ⁽²⁾

1983	Janvier	1-15	3	45,6	2,9	10	255,1	0,1
	Février	1-15	1	7,7	4	89,7		—
	Mars	1-15	9	70,8	185,7	9	185,7	0,6
		16-31	1	24,5	6	72,3	2	0,6
	Avril	1-15	1	0,4	8	174,6	2	0,3
		16-30	2	0,9	8	210,2	2	
	Mai	1-15	2	8,1	9	215,1	2	0,6
		16-31	3	7,6	8	174,6		
	Juin	1-15	3	4,3	7	88,9	3	0,3
		16-30	3	3,1	8	164,8		
	Juillet	1-15	1	13,5	6	90,6	1	0,1
		16-31	1	6,9	8	203,7		
	Août	1-15	2	4,8	7	93,4	2	0,2
		16-31	1	0,3	8	107,3		
	Septembre	1-15	1	5,9	5	69,3	3	1,2
		16-30	2	12,8	6	88,4		
	Octobre	1-15	—	—	6	96,0	2	0,5
		16-31	2	7,4	5	56,8		
	Novembre	1-15	2	23,3	7	137,4	3	0,6
		16-30	2	3,0	2	25,5		
	Décembre	1-15	2	0,5	3	26,1	5	5,4
		16-31	3	11,3	1	25,3		
1984	Janvier	1-15	1	7,7	5	48,0	5	2,3
		16-31	1	1,4	8	112,8		
	Février	1-15	2	2,5	2	9,6		

(1) Pour obtenir les chiffres de ces colonnes, on a divisé la somme des avances aux banques à charte et des opérations de pension avec les courtiers en valeurs mobilières par le nombre de jours ouvrables compris dans la période de réserve.

(2) Pour obtenir les chiffres de cette colonne, on a divisé la somme des avances consenties pendant le mois aux institutions parabancaires membres adhérents de l'ACP par le nombre de jours durant lesquels s'effectuent les opérations de compensation.

Réserves-encaissées excédentaires

Solde de compensation des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements

Montant cumulé des excédents pour la période	Coefficient moyen des réserves excédentaires	Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Nombre de jours ouvrables de la période ⁽²⁾
485	0,036	4	20
939	0,057		
535	0,032	3	20
570	0,042		
770	0,048	4	23
544	0,031		
356	0,025	3	20
577	0,040		
458	0,032	3	21
780	0,050		
307	0,020	7	22
378	0,024		
440	0,031	5	20
462	0,033		
604	0,039	8	23
435	0,026		
321	0,015	36	21
284	0,014		
415	0,022	49	20
2 204	0,094		
944	0,046	73	21
402	0,020		
833	0,042	95	20
641	0,032		
469	0,025	79	21
582	0,024		
600	0,029		

ANNEXE TABLEAU II

Réserve-encaisse des banques à charte et soldes de compensation des autres membres adhérents de l'Association canadienne des paiements

En millions de dollars, sauf indication contraire

Réserve-encaisse excédentaires

Moyenne des recus de la Banque du Canada	Minimum recus de la Banque du Canada	Moyenne des avoirs en pièces de monnaie et en billets de la Banque du Canada
des dépos à la Banque du Canada		

1983	Janvier	1-15	6 742	2 001	4 741	4 795
	Février	1-15	6 883	2 356	4 526	4 575
	Mars	1-15	6 226	2 013	4 214	4 284
	Avril	1-15	6 043	1 944	4 099	4 135
	Mai	1-15	6 095	1 950	4 144	4 190
	Jun	1-15	6 123	2 004	4 119	4 147
	Juillet	1-15	6 283	2 065	4 218	4 262
	Août	1-15	6 156	2 105	4 052	4 107
	Septembre	1-15	5 915	2 167	3 748	3 769
	Octobre	1-15	5 810	2 211	3 599	3 628
	Novembre	1-15	5 709	2 191	3 518	3 581
	Decembre	1-15	5 592	2 271	3 321	3 377
	1984	1-15	6 091	2 328	3 762	3 796
	Janvier	16-31				3 795
	Février	1-15	6 049	2 765	3 284	3 324

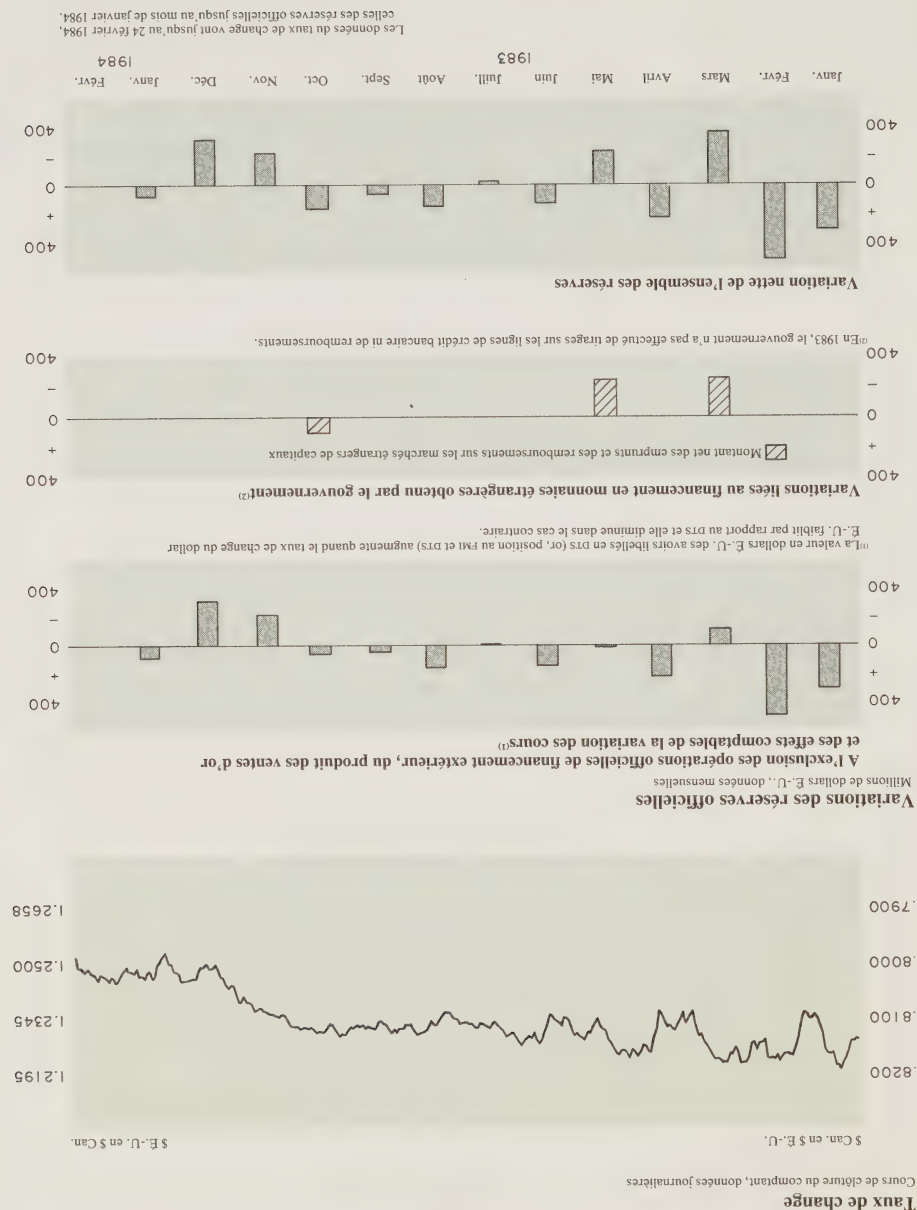
- (1) Pour la période allant du 1^{er} janvier au 31 août 1983, cette colonne indique, pour chaque période de réserve, le nombre de jours au cours desquels les banques pouvaient effectuer des opérations au compte de réserve. En septembre 1983, la méthode que les banques utilisent pour calculer la moyenne des réserves-encaisse prescrites par la loi a été modifiée. Depuis, les banques calculent une moyenne pondérée de leurs réserves quotidiennes au lieu d'une moyenne simple. Pour la période commençant le 1^{er} septembre 1983, la colonne indique la somme des pondérations applicables à chaque jour de la période de réserve. (Voir «L'adoption de moyennes pondérées pour le calcul des réserves des banques», Revue de la Banque du Canada, livraison de septembre 1983.)
- (2) Jours durant lesquels s'effectuent les opérations de compensation.

Évolution des éléments du bilan de la Banque du Canada

Variations mensuelles – En millions de dollars

Titres du gouvernement canadien (valeur comptable) étrangères	Avoirs monnaies en monnaies étrangères	Autres éléments de l'actif (montant net)	Billets en circulation à charte	Passif-dépôts en dollars canadiens		
				Banques Autres membres de l'ACP	Gouverne- ment canadien	Autres
Janvier 1983	+ 654	- 1 163	- 987	- 106	-	- 71
Février	- 728	+ 805	+ 338	+ 434	+ 3	+ 5
Mars	- 200	- 897	+ 828	- 649	+ 5	+ 226
Avril	+ 319	- 1	- 389	- 197	- 3	+ 83
Mai	+ 533	+ 383	- 817	- 101	- 3	- 308
Juin	+ 44	- 131	+ 596	+ 87	+ 13	+ 57
Juillet	+ 90	- 9	+ 276	+ 89	- 13	+ 43
Août	- 62	+ 412	- 683	+ 64	- 363	+ 21
Septembre	+ 485	- 605	- 9	- 216	- 135	+ 89
Octobre	- 10	- 4	+ 231	+ 144	- 4	- 36
Novembre	+ 101	+ 4	- 152	+ 228	- 412	+ 33
Décembre	+ 427	+ 284	+ 232	+ 1 218	- 35	+ 38
Janvier 1984	+ 1 653	- 922	- 536	+ 1 444	- 1 392	+ 147
						+ 9
						- 13
						- 41
						+ 39
						+ 2
						- 5
						+ 138
						- 103
						+ 48
						+ 11
						- 32
						- 35
						+ 41
						+ 13
						- 24
						- 30
						- 18

Tableaux en annexe



lage plutôt que de $\frac{3}{4}$ de point à été aussi prolongée de deux ans, soit jusqu'au 29 juin 1985.

Les opérations de change

Les opérations de change effectuées par la Banque du Canada – en sa qualité de responsable de la gestion du Fonds des changes du ministre des Finances – ont visé, cette année encore, à atténuer les fluctuations du cours du dollar canadien. Les achats et les ventes de devises étrangères réalisés à cet effet ont été sensiblement moins élevés qu'au cours des dernières années à cause de la stabilité dont a fait preuve le taux de change durant la majeure partie de 1983. Les avoirs en devises détenus par le Fonds ont diminué par suite du remboursement net d'une partie de la dette en devises du gouvernement canadien; ce remboursement, dont il a été question précédemment, s'est chiffré à 392 millions de dollars E.-U. Le gouvernement n'a effectué en 1983 aucun tirage sur les lignes de crédit ouvertes en son nom par les banques canadiennes et étrangères, et, à la fin de l'année, il n'y avait aucun tirage à rembourser sur ces lignes de crédit.

La composition des réserves de liqui-

dités internationales du Canada a connu des modifications importantes au cours de l'année. L'une de ces modifications était liée au relèvement de 905 millions de DTS de la quote-part du Canada au FMI, dans le cadre de la huitième révision générale des quotes-parts. En décembre, le quart de cette augmentation a été versé en DTS (l'équivalent de 235 millions de dollars E.-U.) et le reste en dollars canadiens. La diminution des avoirs en DTS du Canada qui en est résultée a été compensée par une augmentation équivalente de la position de réserve du Canada au FMI. D'autres changements sont survenus dans la composition des réserves à la suite d'achats de DTS effectués avec des dollars E.-U., et de nouvelles ventes, réglées en dollars E.-U., de montants limités d'or appartenant au Fonds des changes. Le ministre des Finances a annoncé en mars que le programme de ventes d'or se poursuivrait et que d'autres ventes pourraient se faire jusqu'à concurrence d'un million d'onces d'or.

Les réserves officielles de liquidités internationales du Canada équivalaient à 3 793,2 millions de dollars E.-U. à la fin de 1982, à 4 204,4 millions à la fin de 1983 et à 4 276,5 millions à la fin de janvier 1984.

Résumé des variations de l'encours des titres du gouvernement canadien en 1983

En milliards de dollars (valeur nominale)	
Bons du Trésor	+ 13,3
Obligations négociables	+ 7,4
Obligations d'épargne du Canada	+ 6,2
Total	+ 26,9
Ventilation par détenteur :	
Banque du Canada	+ 0,3
Bons du Trésor	+ 1,3
Total	+ 1,6
Banques à charte	+ 3,7
Bons du Trésor*	+ 1,3
Obligations négociables*	+ 5,0
Total	-
Bons du Trésor	+ 0,2
Obligations négociables	+ 0,2
Total	+ 0,2
Comptes du gouvernement	
Bons du Trésor	-
Obligations négociables	+ 0,2
Total	+ 0,2
Public	
Bons du Trésor*	+ 9,3
Obligations négociables*	+ 4,6
Obligations d'épargne du Canada	+ 6,2
Total	+ 20,1

*Estimations

emprunt n'a été émis en vertu de ce mécanisme. Le dépôt de ce prospectus permet au gouvernement canadien de profiter plus rapidement des possibilités de financement qu'offre le marché E.-U., s'il désire lancer des emprunts dans ce pays.

En juin, des changements ont été apportés à la ligne de crédit renouvelable de 3,5 milliards de dollars E.-U. ouverte précédemment au nom du gouvernement canadien par des banques canadiennes. La durée de l'entente a été prolongée de deux ans, soit jusqu'au 29 juin 1991, et la période au cours de laquelle le gouvernement peut procéder à des tirages au taux interbancaire de Londres (LIBOR) majoré de 1/4 de point de pourcen-

année consécutive, les ventes brutes ont dépassé les 11 milliards de dollars. À la différence des deux années précédentes, au cours desquelles on avait pu observer des pressions à la baisse sur les taux d'intérêt avant et durant la campagne de vente, la campagne de 1983 s'est déroulée dans un contexte de stabilité relative des taux d'intérêt.

Par suite de la réalisation du pro-

gramme d'emprunt global de 1983, la part de l'encours de la dette publique intérieure représentée par les bons du Trésor, qui était de 24 % à la fin de 1982, est passée à 29 % tandis que celle des obligations négociables est tombée au cours de l'année de 44 1/2 % à 41 %, celle des obligations d'épargne d'environ 31 1/2 % à 30 %. On observera à l'examen du tableau ci-contre que le public a absorbé 75 % environ de l'augmentation de la dette globale au cours de l'année.

En plus de participer aux opérations de financement effectuées au Canada en 1983, la Banque a aidé le gouvernement à réaliser les opérations de financement entreprises à l'étranger. L'encours de la dette du gouvernement libellée en monnaies étrangères a diminué en termes nets en 1983, puisque trois emprunts contractés en 1978 sont venus à échéance et qu'une seule nouvelle opération de financement a été effectuée. Un emprunt obligataire de 250 millions de dollars E.-U. et un autre de 400 millions de dollars E.-U. placés sur le marché américain sont arrivés à échéance et ont été remboursés en avril et en octobre respectivement; dans le cas du troisième emprunt, il s'agit-

sait de 600 millions de marks allemands (242 millions de dollars E.-U.) de billets émis sur le marché allemand et qui ont été remboursés en mai. Le nouvel emprunt de 500 millions de dollars E.-U., qui a été souscrit en octobre sur le marché des euro-devises, a été émis sous forme de billets 107 1/2 % à 5 ans. Un prospectus provisoire condensé relatif à un emprunt obligataire de 500 millions de dollars E.-U. a été déposé en octobre à la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis, mais aucun

échues en 1983 et ont produit des recettes nettes de près de 7½ milliards de dollars au cours de l'année. Le gouvernement s'est adressé au marché des obligations négociables à seize reprises en 1983, contre douze en 1982 et huit en 1981. On trouvera au Tableau V de l'Annexe les renseignements relatifs au programme de financement de cette année. Les nouvelles émissions étaient réparties assez également sur la gamme des échéances comprises entre 2 et 22 ans de sorte que l'échéance moyenne des obligations négociables en circulation, qui était d'un peu plus de 8 ans, n'a presque pas changé. Le marché des obligations à 10 ans environ a continué de s'accroître à la faveur des émissions lancées régulièrement par le gouvernement et de l'intérêt accru manifesté par les investisseurs pour les titres de cette échéance. Les émissions d'obligations à échéance de 9 à 10 ans ont représenté 38 % de l'ensemble des émissions d'obligations négociables en 1983, contre 25 % environ l'année précédente; avant 1982, il n'y avait eu qu'un nombre restreint d'émissions.

Un fait nouveau, qui est venu favoriser la progression des ventes d'obligations à court terme du gouvernement, a été la tenue, au mois de mai, d'une première adjudication d'obligations à 2 ans. Par la suite, pour donner une fréquence trimestrielle à ces adjudications, les responsables de la gestion de la dette publique ont organisé une adjudication en août et une autre en novembre. Au lieu de se voir attribuer une quantité donnée d'obligations, comme cela se produisait à l'occasion du placement des émissions ordinaires d'obligations négociables du gouvernement canadien, les courtiers en valeurs mobilières et les banques qui font office de distributeurs initiaux d'obligations négociables du gouvernement canadien présentement, dans le cadre de ces adjudications, des sous-missions pour les obligations qu'ils offriront ensuite aux investisseurs. Les obligations à 2 ans vendues au cours des trois adjudications tenues en 1983 ont totalisé 950 millions de dollars.

Durant l'année, la Banque du Canada

est intervenue à quelques reprises sur le marché obligataire pour échanger contre des titres provenant de son portefeuille, principalement des obligations à 5 et à 10 ans mais aussi des obligations à échéance plus rapprochée ou plus éloignée, des obligations négociables du gouvernement canadien qui arrivaient à échéance en 1983 et au premier semestre de 1984. Ces opérations, qui se sont chiffrées à 700 millions de dollars, se sont soldées par une augmentation des avoirs de la Banque en titres venant à échéance et elles ont accru la souplesse dont jouissait cette dernière à l'occasion des opérations de refinancement. Au nombre de ces opérations figurent des achats de titres de l'émission de 2 milliards de dollars arrivés à échéance le 1^{er} septembre; il s'agissait de l'empunt de conversion de 1958. Le Tableau IV de l'Annexe regroupe, en chiffres nets ventilés selon l'échéance, les opérations obligataires effectuées par la Banque du Canada au cours de l'année.

Les ventes d'obligations d'épargne du Canada ont produit en 1983 environ 6¼ milliards de dollars d'argent frais, c'est-à-dire déduction faite du montant des remboursements effectués durant l'année et de près de 2 milliards de dollars d'obligations échues le 1^{er} novembre. Les modalités de l'émission d'obligations d'épargne 1983-1984 (S38) ont été annoncées le 6 octobre. Le taux d'intérêt de cette émission a été fixé à 9¼ % pour la première année, qui a commencé le 1^{er} novembre 1983, tandis qu'un minimum de 7 % a été prévu pour les six années restantes. (On a annoncé également une augmentation du taux d'intérêt prévu pour l'année commençant en novembre dans les modalités de l'émission 1982-1983; ce taux est passé de 8½ à 9¼ %. Déjà, toutes les autres émissions produisaient pour l'année en cours un intérêt de 10½ %.) La nouvelle émission a été bien accueillie par le public. En effet, les épargnants ont acheté pendant la période de vente, soit du 24 octobre au 8 novembre, plus de 1½ milliards de dollars d'obligations. Pour la troisième

La gestion de la dette publique et les opérations de change

La gestion de la dette publique

L'année 1983 a été exceptionnelle-ment remplie dans le domaine de la gestion de la dette publique, où la Banque du Canada joue le rôle d'agent financier du gouvernement canadien. En plus d'assurer le refinancement des emprunts arrivés à échéance en 1983, le programme d'emprunts intérieurs du gouvernement a rapporté près de 27 milliards de dollars au cours de l'année. Ce chiffre est d'environ 50 % supérieur au montant emprunté en 1982 et plus du double du montant recueilli en 1981. Chacun des principaux modes d'emprunt accessibles au gouvernement a été abondamment exploité au cours de l'année. Le montant des bons du Trésor offerts aux adjudications a été augmenté de façon sensible, la fréquence des émissions d'obligations négociables a été accrue et une très grosse campagne de vente d'obligations d'épargne du Canada a été réalisée à l'automne. Près de la moitié de l'augmentation de l'encours de la dette intérieure survenue en 1983 est imputable aux ventes de bons du Trésor, un peu plus du quart aux ventes d'obligations négociables et un peu moins du quart aux ventes d'obligations d'épargne.

Un montant net de plus de 13 milliards de dollars a été emprunté au cours de l'année par suite d'une augmentation du volume des bons du Trésor offerts au public. Pendant la majeure partie de l'année 1983, l'encours des bons du Trésor a augmenté à l'occasion des adjudications hebdomadaires régulières, la principale exception s'étant produite vers la fin de l'année du fait que la campagne de vente d'obligations d'épargne

du Canada avait permis au gouvernement de regarnir relativement bien sa trésorerie. De mars à octobre inclusivement, les augmentations du montant des bons du Trésor offerts par rapport aux montants échus ont été particulièrement fortes, s'établissant en moyenne à environ 1,5 milliard de dollars par mois. Au cours de cette période, les banques à charte et les autres investisseurs institutionnels ont augmenté considérablement leurs portefeuilles de bons du Trésor. La plus grande partie du financement obtenu en 1983 sous la forme d'émission de bons du Trésor provenait, comme par le passé, de ventes de bons à 3 ou à 6 mois, bien que la proportion représentée par les bons du Trésor à 1 an se soit accrue pour s'établir à près de 20 %. À la mi-juin, la fréquence des adjudications de bons du Trésor à 1 an a été modifiée, celles-ci se tenant, à partir de cette date, toutes les quatre semaines. Cette mesure a renforcé le rôle des bons du Trésor à 1 an et a assoupli davantage l'ensemble du programme de financement par émission de bons du Trésor. À la fin d'octobre, le gouvernement a émis 500 millions de dollars de bons du Trésor à 21 jours dans le but de renouer sa trésorerie au début de novembre, car on s'attendait à ce que les paiements d'intérêts et les sorties de fonds occasionnées par le remboursement des obligations d'épargne du Canada échues excèdent momentanément le produit des ventes des obligations de la nouvelle émission.

Les nouvelles émissions d'obligations négociables ont permis de rembourser environ 5 1/2 milliards de dollars d'obligations

nombre total est d'un milliard et demi par année. L'an dernier, plusieurs des établissements parabancaires membres qui remplissent les conditions d'admissibilité ont commencé à participer directement à la compensation et au règlement. Il s'agit de la Banque d'Épargne de la Cité et du District de Montréal, la société Hypothèques Trusco Canada, la Caisse centrale Desjardins du Québec et la Société canadienne de crédit coopératif Limitée. Les deux dernières institutions représentent leurs centrales régionales respectives aux opérations de compensation, soit plus de 3 000 *credit unions* et caisses populaires. On prévoit que d'autres établissements parabancaires admissibles seront en mesure de participer directement au système de compensation pendant l'année à venir.

Même si les autres établissements membres doivent continuer de participer aux opérations de compensation par l'entremise de membres faisant office d'agents de compensation, ils peuvent maintenant choisir ces derniers parmi un éventail plus large d'institutions et ils participent à la gestion du système de compensation du fait même de leur adhésion à l'Association canadienne des paiements.

En ce qui concerne la Banque du Canada, qui fournit les moyens de règlement

final qu'utilisent les participants au système de compensation, elle a été amenée, par suite de l'évolution récente du système, à établir des relations directes avec un certain nombre d'importantes institutions de dépôt. Les institutions parabancaires qui participent directement aux opérations de compensation et de règlement ont ouvert à la Banque du Canada des comptes dont elles se servent pour régler les soldes, positifs ou négatifs, qui résultent de leurs opérations quotidiennes de compensation avec les autres participants. La Banque du Canada a accordé à chacune d'elles une ligne de crédit assujettie essentiellement aux mêmes conditions que celles des banques à charte et sur laquelle chaque institution peut obtenir une avance temporaire lorsqu'elle a un découvert imprévu à son compte de règlement (voir les Tableaux II et III de l'Annexe).

Bien que cet accès direct au crédit de la banque centrale soit rarement utilisé, il constitue pour les institutions bancaires et parabancaires une source utile de liquidités supplémentaires.

L'Association canadienne des paiements a réalisé son premier objectif. Elle est engagée maintenant dans la poursuite du second objectif stipulé dans son mandat, celui de planifier l'évolution du système national de paiement.

L'évolution du système de paiement canadien

L'Association canadienne des paie-

ments a été créée en décembre 1980 pour une

loi du Parlement. L'Association a pour objet

«d'établir et de mettre en œuvre un système

national de compensation et de règlement et

de planifier le développement du système na-

tional de paiement». Cette loi stipule que la

Banque du Canada nomme un de ses cadres

au poste d'administrateur et président du

Conseil d'administration de l'Association et

un autre au poste de suppléant de ce dernier.

La première tâche à laquelle

l'Association s'est attelée a été d'amener les

institutions de dépôt parabancaires à travail-

ler conjointement avec les banques à charte

à la gestion du système national de compen-

sation et de règlement des chèques et des

autres moyens de paiement. L'Association a

pris la responsabilité de la gestion du sys-

tème national de compensation au début de

1983, c'est-à-dire dès que les règlements né-

cessaires eurent reçu la sanction du Cabinet.

Auparavant, les banques à charte canadien-

nes échangeaient directement entre elles les

chèques et autres effets de paiement émis

par leurs clients et réglaient chaque jour les

soldes de ces opérations à l'aide de fonds

qu'elles détenaient à la Banque du Canada.

Tout autre établissement qui offrait à sa

clientèle des comptes de dépôt assortis de

droit de tirage par chèque devait recourir

aux services d'une banque à charte, qui, en

qualité d'agent de cet établissement, procé-

daît à la compensation des chèques des

clients de ce dernier.

Le nombre d'institutions membres de

l'Association a augmenté rapidement pour

s'établir à l'heure actuelle à 127. Ces institu-

tions fournissent ensemble la plus grande

partie du volume des services de paiement

utilisés par les Canadiens. En plus de la

Banque du Canada, ce nombre comprend 12

banques à charte dont le capital-actions est

détenu par des Canadiens, 59 filiales de ban-

ques étrangères qui ont reçu récemment le

statut de banque canadienne, 25 centrales

et fédérations de coopératives de crédit et 30

autres établissements de dépôt constitués

principalement de sociétés de fiducie ou de

prêt hypothécaire.

Pour qu'un membre de l'Association

soit habilité à participer au processus de

compensation et de règlement pour son pro-

pre compte, c'est-à-dire sans recourir aux

services d'un agent, il faut que l'ensemble

des chèques, mandats et autres moyens de

paiement qu'il présente à la compensation

soit au moins égal à 1/2 % du volume total

échangé au Canada. L'ensemble des mem-

bres de l'Association qui remplissent cette

condition – Banque du Canada comprise –

échange plus de 96 % de ces effets, dont le

33

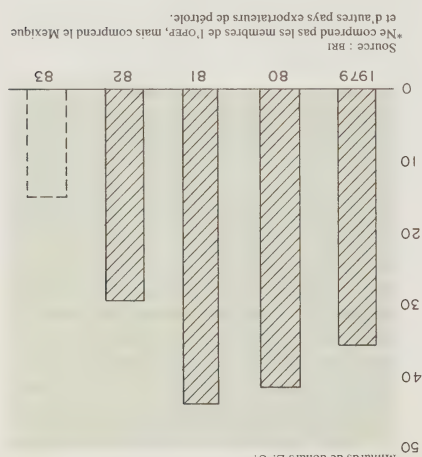
définitif du problème de l'endettement international.

Les gouvernements des pays industriels ont également continué de jouer un rôle actif en 1983 en fournissant un financement supplémentaire aux pays débiteurs, c'est-à-dire en rééchelonnant des dettes officielles arrivant à échéance et en octroyant, de façon plus limitée, de nouveaux prêts à ces pays, généralement sous forme de crédits à l'exportation. Le Canada a participé à diverses opérations de rééchelonnement de dettes; il a garanti des crédits spéciaux à l'exportation accordés à la Yougoslavie et au Mexique et a accepté de participer à une initiative multilatérale visant à accorder au Brésil des crédits destinés à financer des échanges commerciaux.

D'importantes mesures ont été prises en 1983 pour renforcer les ressources financières du FMI. En décembre, l'augmentation de 47,5 % de l'ensemble des quotes-parts négociée au début de l'année avait été rati-

fiée par la majorité des pays membres. Les quotes-parts se chiffrent à présent à 90 milliards de DTS. Un relèvement des accords généraux d'emprunt (AGE), dans le cadre desquels les grands pays industriels s'engagent à effectuer des avances destinées à accroître les ressources ordinaires du FMI, a également été ratifié, ce qui a porté les AGE et les accords d'emprunt associés à environ 19,5 milliards de DTS. De plus, les AGE ont été modifiés de façon à élargir les circonstances dans lesquelles ces ressources peuvent être mobilisées. Enfin, le FMI a négocié récemment une ligne de crédit renouvelable à moyen terme de 3 milliards de DTS avec le BRI et les banques centrales ou les gouvernements de la plupart des grands pays industriels. La part de la Banque du Canada, qui a représenté le pays dans cette opération, est de 180 millions de DTS. Cette ligne de crédit de 3 milliards de DTS est le pendant d'une autre ligne de même montant ouverte au nom du FMI par l'Arabie Saoudite.

Pays en développement non pétroliers* : Montants nets des nouveaux emprunts bancaires



crédits commerciaux, rééchelonné des prêts arrivant à échéance et consenti de nouveaux crédits à moyen terme. Les grandes banques canadiennes, qui jouent un rôle important sur les marchés financiers internationaux, ont participé activement à ces opérations. Les statistiques pour l'ensemble du système bancaire international pour l'année 1983 ne sont pas encore disponibles, mais elles indiquent probablement une augmentation de 12 à 18 milliards de dollars des prêts bancaires aux pays en développement non pétroliers. Même si des augmentations de cet ordre sont faibles comparativement aux chiffres des années qui ont précédé immédiatement la crise, la décision d'accorder ces prêts dans de telles circonstances a été difficile pour les banques. Heureusement pour toutes les parties intéressées, les banques internationales, y compris les banques canadiennes, ont reconnu que leurs chances de recouvrer les fonds prêtés à ces pays sont meilleures si elles continuent à les aider financièrement. La participation des banques a été et demeure essentielle au règlement

commerce mondial. De plus, le flux du financement devra se maintenir pendant la période d'ajustement. Vu l'ampleur des besoins de financement, tous les principaux créanciers – le FMI et les autres institutions internationales, les banques et les prêteurs officiels – devront continuer d'apporter leur concours pendant longtemps.

Les progrès réalisés en 1983 l'ont été à la faveur d'une amélioration considérable de la conjoncture économique internationale. Après avoir dégringolé au second semestre de 1982, les taux d'intérêt sont restés relativement stationnaires, tandis que les prix du pétrole, qui avaient également baissé en début d'année, se sont stabilisés. Quant aux prix des autres matières premières, qui étaient tombés en 1982 à des niveaux exceptionnellement bas, ils ont enregistré une augmentation. En Amérique du Nord, la reprise s'est poursuivie à un rythme vigoureux et semble maintenant se propager aux autres pays industriels.

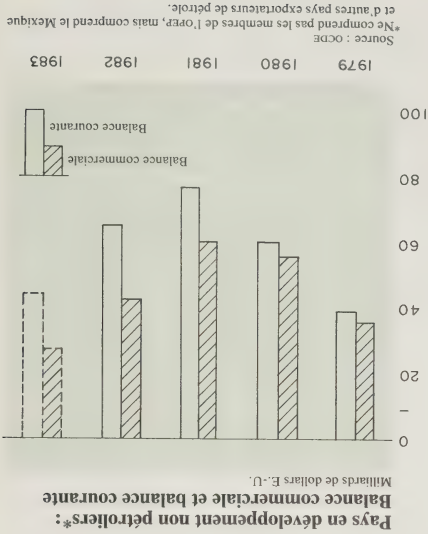
Profitant de l'amélioration de la conjoncture économique, les principaux pays débiteurs ont progressé encore davantage dans la voie difficile des ajustements. Le déficit des balances courantes de ces pays, dont le montant global avait déjà fortement diminué en 1982, a encore baissé en 1983, mais cette baisse s'explique surtout par des restrictions imposées aux importations. Des programmes globaux d'ajustement, conçus et appliqués en grande partie avec l'appui et les encouragements du FMI, sont maintenant en place dans un grand nombre de pays. En se conformant à ces programmes, les pays débiteurs accroîtront fortement leurs chances de retourner à une croissance durable.

La participation active du FMI à grandement aidé les pays débiteurs à obtenir un apport continu de nouveaux capitaux. Dans la plupart des cas, les banques commerciales ont continué de considérer la présence du FMI comme une condition indispensable de leur participation. La plus grande partie du financement octroyé en 1983 provenait des banques commerciales, qui ont accordé des

L'un après l'autre les divers pays touchés, des fonds d'urgence comprenant des capitaux fournis par les banques, le Fonds monétaire international et, dans certains cas, les gouvernements des pays industriels. Dans cinq cas, soit ceux du Mexique, du Brésil, de l'Argentine, de la Hongrie et de la Yougoslavie, les banques centrales ont mis sur pied des financements-relais par l'entremise de la Banque des règlements internationaux. Avec l'assentiment du ministre des Finances, la Banque du Canada a participé au nom du Canada à ces opérations, assumant une part de 150 millions de dollars E.-U. dans la ligne de crédit de 1 850 millions de dollars E.-U. accordée au Mexique; de 80 millions de dollars E.-U. dans la ligne de crédit de 1 450 millions de dollars E.-U. accordée au Brésil; de 10 millions de dollars E.-U. dans chacune des deux lignes de crédit de 500 millions de dollars E.-U. accordées, l'une à l'Argentine, et l'autre à la Yougoslavie. La part du Canada dans les crédits de 4,6 milliards de dollars E.-U. consentis par l'entremise de la BRI ou parallèlement aux ressources réunies par cette dernière a été de 250 millions de dollars E.-U.

La décision de fournir le financement nécessaire découlait pour une large part des mesures décisives prises par le Fonds monétaire international. Bien que ses propres ressources fussent limitées, le FMI a été en mesure de négocier des programmes d'ajustement avec les pays débiteurs, ce qui a permis de calmer les craintes des milieux bancaires – assurant ainsi la participation des banques à l'effort de sauvetage – et de poser les bases d'une aide officielle.

Au printemps 1983, le climat de crise avait commencé à s'atténuer. Aucun nouveau prêt-relais n'a été accordé par l'entremise de la BRI et tous les tirages sur les prêts-relais consentis auparavant ont été remboursés avant la fin de l'année. En même temps, on a vu se dessiner une approche plus pondérée de ce problème, les principaux intérêts se rendant compte que leurs intérêts particuliers sont mieux servis lorsque les efforts sont coordonnés et que



toutes les parties intéressées collaborent. À mesure que cette atmosphère de crise se dissipe, la communauté internationale a commencé à prendre conscience du fait que les problèmes financiers des pays débiteurs allaient probablement persister pendant quelque temps encore et qu'il était irréalisable de songer à des solutions globales rapides. On admet en général maintenant que l'approche la plus appropriée consiste à préparer des programmes d'ajustement économique et de financements adaptés aux capacités et aux besoins spécifiques de chaque pays mais que le fardeau du financement doit être réparti entre tous les créanciers. Le rôle de coordinateur de ces opérations est naturellement allé au FMI.

Les pays débiteurs devront mettre en œuvre des programmes d'ajustement économique qui renforceront suffisamment la situation de leurs paiements internationaux pour qu'ils puissent assumer le service de leur dette étrangère. Ces ajustements se feront beaucoup plus facilement s'ils se produisent dans le contexte d'une expansion du

Les problèmes financiers internationaux

La conjoncture des marchés financiers internationaux a été dominée par les répercussions des difficultés financières auxquelles bon nombre de grands pays en développement avaient été confrontés pendant l'été 1982. La menace que ces difficultés avaient fait peser cette année-là sur la confiance dans le système bancaire international s'est atténuée en 1983 à mesure que progressaient les démarches visant à les surmonter. À cet égard, un élément particulièrement constructif a été l'évolution graduelle qui a conduit à l'approche à long terme et uniforme que les divers intervenants ont en général acceptée. D'autre part, la conjoncture économique internationale s'est améliorée, et les ressources financières du Fonds monétaire international ont été considérablement augmentées. La présente section est consacrée à l'examen de ces questions.

Il est clair, avec le recul dont nous disposons maintenant, que la solution internationale qui a été rapidement apportée à la crise de change et de liquidité à laquelle le Mexique a fait face pendant l'été 1982 a fourni la base sur laquelle ont été élaborés les mécanismes qu'on utilise actuellement dans les négociations avec les pays débi-

teurs. Mais cela était loin d'être aussi évident à l'époque. Les problèmes qu'a connus le Mexique ont déclenché une remise en question de la situation d'autres pays, en particulier d'Amérique latine. Ces derniers n'ont pas tardé à subir le contre-coup de ce réexamen de leur situation, car les banques commerciales internationales, qui avaient été de gros pourvoyeurs de capitaux, ont commencé à se préoccuper de l'ampleur de la dette totale de ces pays et des difficultés qu'ils pourraient éprouver à assurer le service de leur dette. Un grand nombre de pays ont vu diminuer considérablement les crédits bancaires auxquels ils avaient accès, et beaucoup d'entre eux se sont trouvés pendant un certain temps dans l'impossibilité de régler les intérêts aux dates convenues et de renouveler les emprunts arrivant à échéance. Enfin, les problèmes de liquidité des pays emprunteurs risquaient de se répercuter sur les banques prêteuses, car les déposants pouvaient se demander s'il était sage de confier leurs dépôts à ces institutions.

Il fallait réagir rapidement et trouver des moyens considérables pour stopper une crise qui avait déjà commencé à se propager. On a donc mis en place, pour renflouer

habituellement la tendance et le profil des emprunts du secteur privé. Comme il a déjà été mentionné, les emprunts contractés par le secteur privé auprès des banques ont augmenté très fortement en 1980 et 1981 et ont peu progressé depuis, ce qui explique en grande partie la lenteur de la croissance des agrégats au sens large en 1982 et 1983. Au

cours des deux dernières années, la plus forte demande de crédit a été de loin celle du secteur public, dont les besoins de financement ont été largement satisfaits par la vente directe de bons du Trésor, d'obligations négociables et d'obligations d'épargne du Canada à des investisseurs autres que les institutions de dépôt.

année à l'autre que d'un agrégat à l'autre. Au début de cette période, les entreprises et les ménages ont emprunté de très gros montants pour financer des opérations telles que des prises de contrôle et des achats de biens immobiliers, convaincus qu'ils étaient que la forte hausse des prix allait se poursuivre, voire s'accélérer. Ces anticipations ne se sont pas concrétisées; le taux d'inflation a fléchi et ils ont déployé des efforts vigoureux au cours des deux dernières années pour alléger le fardeau de leurs dettes. Les ménages se sont efforcés de réduire leurs emprunts hypothécaires dans la mesure du possible et de limiter, en faisant des mises de fonds plus importantes, le montant des nouveaux emprunts qu'ils contractaient en vue de l'achat de maisons et de biens de consommation durables. Cette attitude était particulièrement évidente en 1982, mais elle s'est maintenue en 1983. C'est pourquoi la demande de crédit des ménages n'a que légèrement progressé l'année dernière malgré une forte reprise des dépenses de consommation consacrées à l'achat de maisons, voitures et autres biens durables. Comme la reprise s'amorçait, les entreprises ont profité, quant à elles, d'une certaine amélioration de leurs bénéfices en ont cherché à renforcer encore davantage leur situation financière en affectant le produit de nouvelles émissions d'actions et d'obligations à long terme au remboursement d'emprunts bancaires à court terme. En conséquence, le volume des emprunts contractés par les entreprises auprès des banques a sensiblement fléchi jusque vers la fin de l'année, tandis que l'encours total du financement aux entreprises n'a guère varié. Le taux de croissance de la demande de crédit du secteur public, qui avait été inférieur à celui de la demande du secteur privé pendant la première moitié de la période considérée dans le graphique, soit celle allant de 1980 à 1983, s'est accéléré ces deux dernières années. En 1983, l'encours du crédit au secteur public s'est accru de

Les agrégats monétaires

17 %. Même si les nouveaux emprunts des provinces et des municipalités ont diminué quelque peu au cours de l'année, ceux du gouvernement fédéral ont continué d'augmenter. Le graphique de la page 25 illustre l'évolution de divers agrégats monétaires et montre, à titre de comparaison, l'évolution de la dépense globale dans l'économie (PNB). Ici aussi, les variations sont plutôt disparates tant d'une année à l'autre que d'un agrégat à l'autre. Les agrégats monétaires définis au sens étroit, qui comprennent principalement les encaisses détenues pour effectuer des paiements (M1 et M1A), sont beaucoup plus sensibles aux variations des taux d'intérêt que les autres agrégats financiers. Par suite du fléchissement marqué des taux d'intérêt l'année dernière, l'évolution des deux agrégats au sens étroit a été également influencée par la généralisation des services offerts dans le cadre des innovations financières décrites dans le Rapport annuel pour l'année 1982. Les déplacements de fonds vers les nouveaux types de comptes de dépôt qui rémunèrent les fonds détenus aux fins de paiement par chèques se sont poursuivis, de sorte que l'agrégat M1A, qui a été défini de manière à englober ces nouveaux comptes, a connu une expansion plus rapide que M1 tout le long de l'année. Bien que les agrégats monétaires au sens large comprennent les éléments des agrégats au sens étroit, les dépôts d'épargne et les dépôts à terme qu'on y ajoute en sont de loin la composante la plus importante. Ces derniers types de dépôts sont les principales contreparties des opérations de prêt et de placement des banques à charte et des autres institutions financières. L'évolution des agrégats au sens large reflète donc

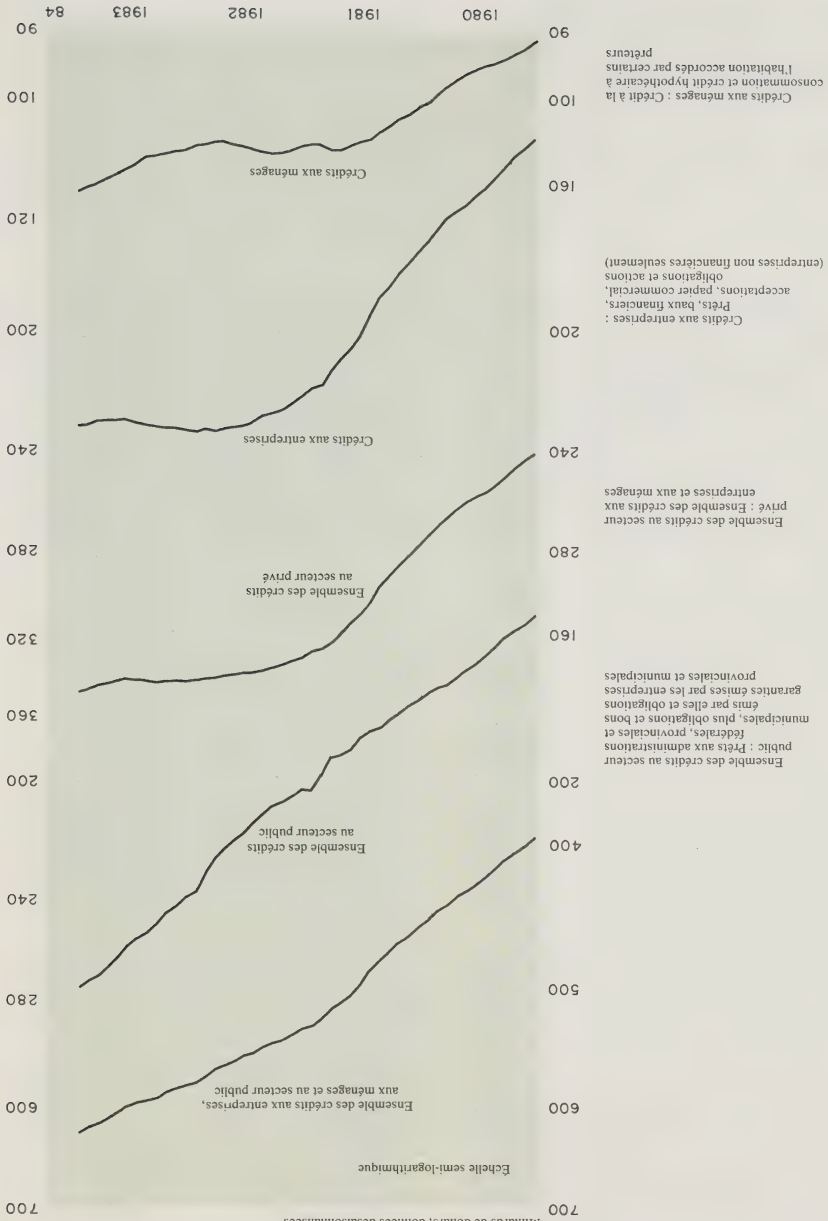
Aggrégats monétaires et DNB

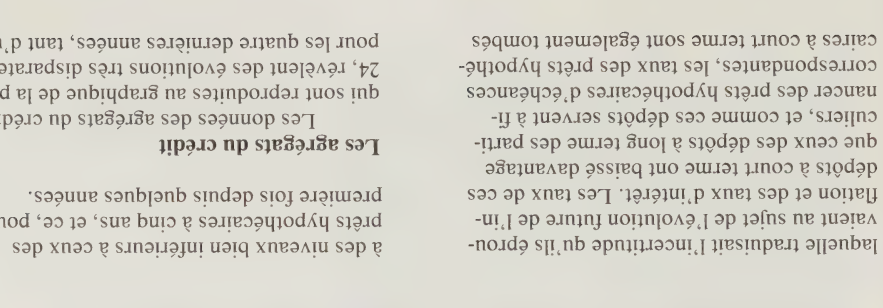
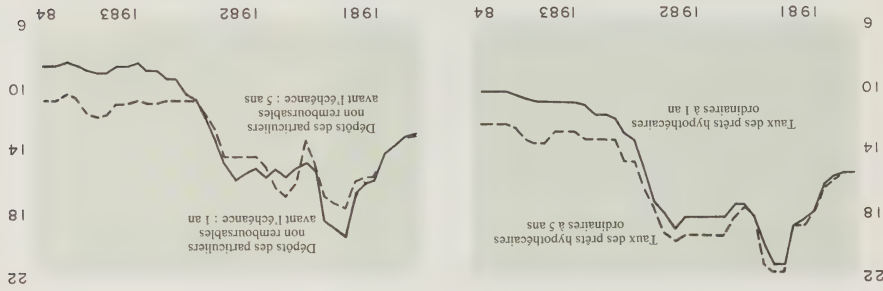
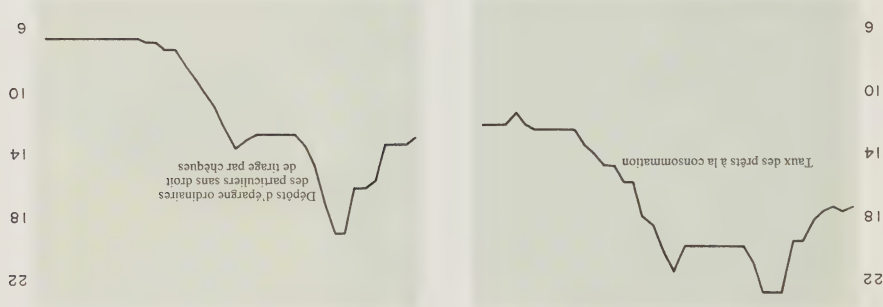
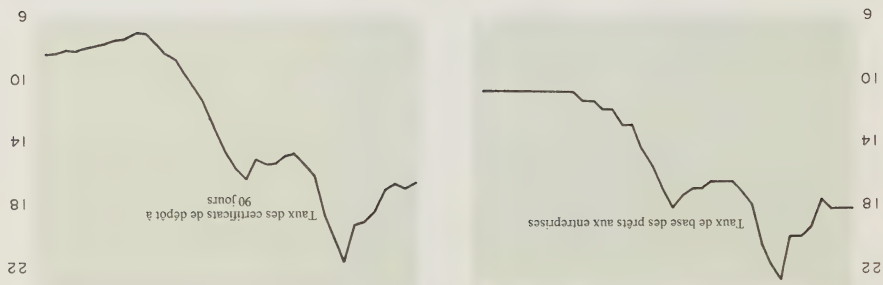
Milliards de dollars, données désaisonnalisées



Aggrégats du crédit : Encours des composantes

Milliards de dollars, données désaisonnalisées





à des niveaux bien inférieurs à ceux des prêts hypothécaires à cinq ans, et ce, pour la première fois depuis quelques années.

Les agrégats du crédit

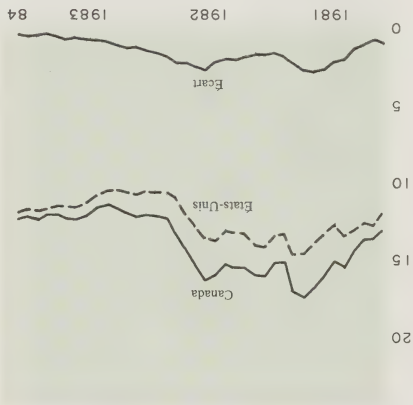
Les données des agrégats du crédit, qui sont reproduites au graphique de la page 24, révèlent des évolutions très disparates pour les quatre dernières années, tant d'une

laquelle traduisait l'incertitude qu'ils éprouvaient au sujet de l'évolution future de l'inflation et des taux d'intérêt. Les taux de ces dépôts à court terme ont baissé davantage que ceux des dépôts à long terme des particuliers, et comme ces dépôts servent à financer des prêts hypothécaires d'échéances correspondantes, les taux des prêts hypothécaires à court terme sont également tombés

fin de 1983 et au début de 1984. En outre, les taux de rendement de diverses obligations à court et à moyen terme du gouvernement canadien ont été inférieurs aux taux améri-

cains correspondants au cours des derniers mois de 1983 et au début de 1984.

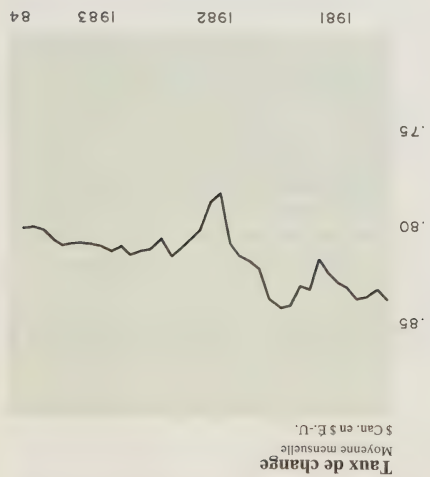
Taux d'intérêt à long terme pratiqués au Canada et aux États-Unis
Obligations du gouvernement fédéral
Moyennes mensuelles



La tendance à la hausse qu'ont affichée les taux d'intérêt pratiqués aux États-Unis en 1983 semble surtout traduire les craintes, qui réapparaissent régulièrement dans ce pays, que l'importance du déficit budgétaire et la vigueur de la reprise économique n'engendrent à la longue des pressions à la hausse soutenues sur les taux d'intérêt.

En dépit de cette tendance à la hausse des taux d'intérêt américains par rapport aux taux canadiens, le cours du dollar canadien a peu fluctué, se maintenant autour de 81 cents E.-U. jusqu'à la fin de 1983.

Comme le dollar E.-U., dont il a suivi la tendance, le dollar canadien s'est apprécié considérablement par rapport à la plupart des grandes monnaies d'outre-mer. La stabilité du dollar canadien face à la devise améri-



Taux de change
Moyenne mensuelle
\$ Can. en \$ E.-U.

canine est en grande partie imputable au fait que la récession avait été plus grave au Canada qu'aux États-Unis, ce qui a engendré une baisse beaucoup plus rapide des taux d'inflation chez nous ainsi qu'un excédent considérable de notre balance commerciale. Vers la fin de l'année, les anticipations d'une diminution de l'excédent commercial canadien et la possibilité que persiste la tendance à la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis ont provoqué quelques pressions à la baisse sur le cours du dollar canadien. La plupart des taux d'intérêt administrés, tant créditeurs que débiteurs, ont baissé en 1983. Le taux de base des prêts bancaires a diminué de 1½ point de pourcentage au début de 1983, en réaction à des baisses antérieures des taux du marché à court terme. La vive concurrence que se sont livrée les institutions financières sur le marché des prêts à la consommation aidant, les taux de ces prêts ont chuté de 3 points de pourcentage pendant l'année, s'établissant ainsi à leurs plus bas niveaux des 25 dernières années. Les taux des prêts hypothécaires ont été influencés par la préférence marquée des épargnants pour les dépôts à court terme, et les dépôts à court terme,

Les taux d'intérêt, la demande de crédit et les agrégats monétaires

Les taux d'intérêt au Canada ont été nettement plus bas et beaucoup plus stables en 1983 qu'au cours des quelques années

précédentes. Les diverses demandes de monnaie et de crédit associées à ces taux d'intérêt ont toutefois présenté un caractère

exceptionnellement disparate. La demande de crédit du secteur public a continué de s'accroître rapidement, mais l'encours des

crédits aux ménages n'a enregistré qu'une croissance modérée en 1983 après être resté

inchangé pendant environ un an; par ailleurs, la demande de crédit des entreprises, dont la tendance était légèrement à la baisse

depuis la fin de 1982, ne s'est pas considérablement redressée. Ce comportement de la

demande de crédit a influencé l'évolution qu'on connue l'année passée les agrégats monétaires au sens large, et contribué à la

lenteur de leur croissance, pendant que les agrégats monétaires au sens étroit progressaient à un rythme plus rapide.

Les taux d'intérêt et le taux de change

En 1983, la stabilité des taux d'intérêt à court terme a vivement contrasté, tant au Canada qu'aux États-Unis, avec l'extraordinaire volatilité qu'ils avaient affichée les

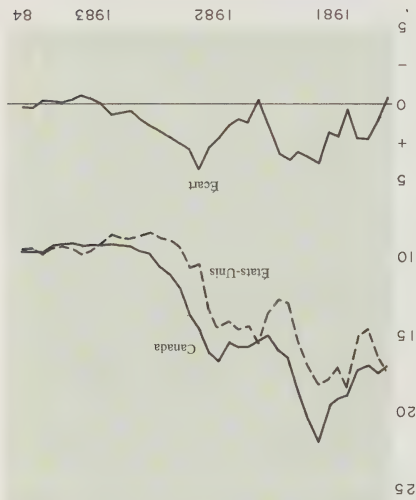
trois années précédentes. Alors qu'au Canada les taux d'intérêt à court terme sont restés à peu près stables à partir du début de

l'année, ils se sont accrus quelque peu aux États-Unis. Du fait de ces évolutions légèrement divergentes, l'écart entre les taux d'in-

térêt à court terme canadiens et américains, qui avait déjà commencé à s'amenuiser pendant l'été de 1982, a continué de se réduire

jusqu'au milieu de 1983. Par la suite, il est demeuré très faible, ayant été en moyenne négatif pendant le reste de l'année et légèrement positif au cours des premières semaines de 1984.

Taux d'intérêt à court terme pratiques au Canada et aux États-Unis
Papier commercial à 90 jours
Moyennes mensuelles



Les taux d'intérêt à long terme pratiqués sur le marché canadien eux aussi ont été relativement stables en 1983 et se sont maintenus à des niveaux inférieurs à ceux des deux années précédentes. Aux États-Unis, les taux à long terme ont également été plus stables qu'auparavant, mais leur tendance était légèrement à la hausse. Il en est résulté un rétrécissement de l'écart entre les taux à long terme des deux pays, qui est passé – pour ce qui est du taux de rendement des obligations des gouvernements – de 1½ point de pourcentage environ au début de l'année au niveau exceptionnellement bas de moins de ½ point de pourcentage à la

dérablement baissé, ce taux est beaucoup plus élevé que celui qu'on associe à la stabilité des prix. De plus, même si le taux d'inflation a davantage diminué au Canada que chez nos principaux partenaires commerciaux, l'écart observé n'a pas encore complètement disparu.

productivité pour faire baisser considérablement en 1983 la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre. Grâce à ces améliorations, le Canada a commencé l'année 1984 avec le taux d'inflation le plus bas que l'on ait connu depuis de nombreuses années. Bien qu'il ait consi-

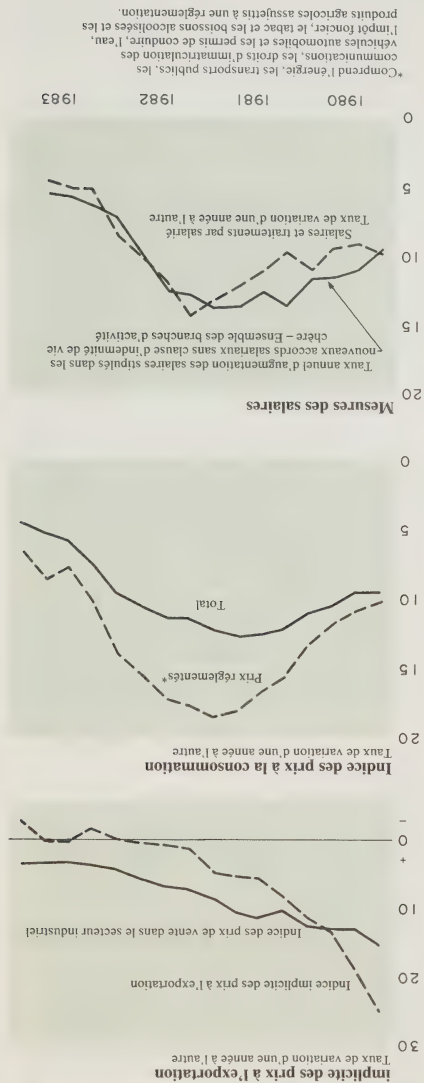
de la récession aurait incité les entreprises à améliorer considérablement leurs méthodes de production.

L'inflation et la reprise

La baisse du taux d'inflation amorcée durant la récession s'est poursuivie de façon plus perceptible et plus généralisée en 1983. A la fin de l'année, l'indice des prix à la consommation avait augmenté de 4 1/2 % par rapport à son niveau de l'année antérieure. Ce chiffre, qui représente un peu plus de la moitié du taux de 1982, est le moins élevé qui ait été observé depuis le milieu de 1972. L'indice des prix de vente dans l'industrie s'est accru de moins de 3 1/2 % au cours de la même période, tandis que les prix de la plupart des matières premières industrielles ont baissé au second semestre de 1983 par rapport aux sommets enregistrés durant l'année. La plupart des prix ont suivi ce profil de décélération, même si certains écarts ont subsisté. En particulier la hausse des prix qui sont fortement influencés par les réglementations (ou les impôts indirects) est demeurée plus forte que celle des autres composantes de l'indice des prix à la consommation, tandis que les taux d'accroissement des prix des produits échangés sur les marchés internationaux sont tombés à des niveaux sous l'influence du fléchissement de la tendance de l'inflation observée aux États-Unis et dans d'autres pays.

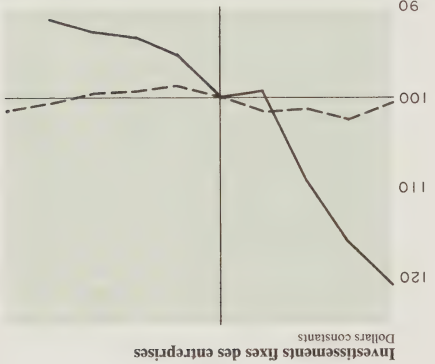
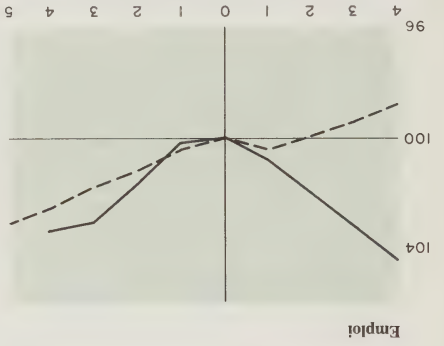
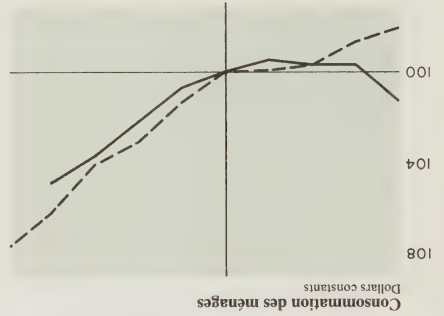
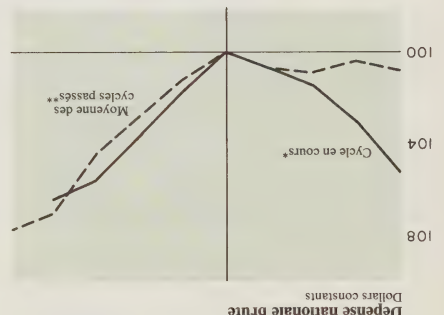
Le facteur le plus important de l'amélioration du climat inflationniste au Canada a été le ralentissement de la progression des coûts de production intérieurs. À cet égard, il y a lieu de souligner l'importance de la décélération du taux d'augmentation des salaires nominaux survenue en 1983 en réaction aux pressions exercées par la concurrence sur le marché du travail et aux divers programmes de restriction instaurés par les gouvernements. Le taux annuel d'augmentation des gains moyens est passé d'environ 11 % en 1982 à environ 5 % en 1983, tandis que les augmentations de salaires obtenues dans le cadre des nouvelles conventions collectives se sont stabilisées aux alentours du niveau de 5 à 6 % établi vers le début de l'année. Ces éléments se sont conjugués à l'amélioration de la

Indicateurs de l'évolution des prix et des coûts



*Comprend l'énergie, les transports publics, les communications, les droits d'immatriculation des véhicules automobiles et les permis de conduire, l'eau, l'impôt foncier, le tabac et les boissons alcoolisées et les produits agricoles assujettis à une réglementation.

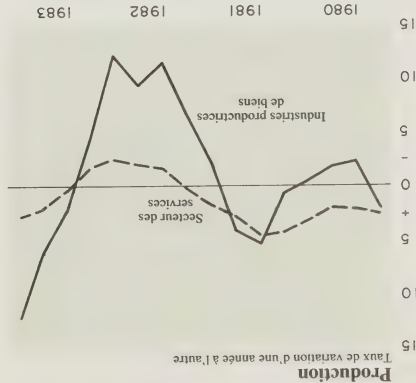
Comparaisons entre les cycles



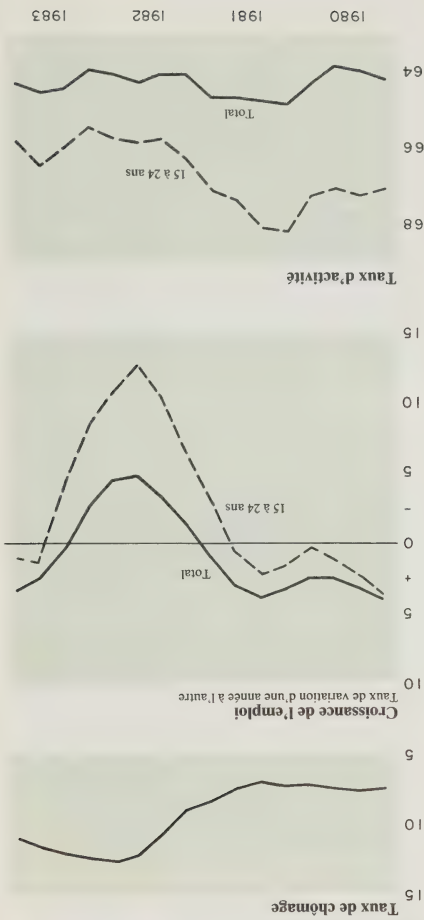
* Du 4^e trim. 1981 au 4^e trim. 1983 (4^e trim. 1954, 4^e trim. 1957, 1^{er} trim. 1961 et 1^{er} trim. 1975 = 100)
 ** Moyenne de 4 cycles de l'après-guerre (2^e trim. 1954, 4^e trim. 1957, 1^{er} trim. 1961 et 1^{er} trim. 1975 = 100)

chantier de logements au Canada et aux États-Unis. Les autres provinces ont été jusqu'ici relativement moins influencées par cette reprise. La morosité particulière de l'économie de l'Alberta et de la Colombie-Britannique s'explique par la faiblesse persistante des prix des matières premières et de leurs dérivés, laquelle a fait suite à une longue période de prix élevés et d'expansion économique vigoureuse.

La progression de l'emploi engendrée par le redressement de la production a été relativement forte, si l'on en juge par les normes de l'après-guerre, encore qu'environ deux tiers seulement des emplois perdus aient été retrouvés à ce jour. Dans le cas des emplois occupés par des jeunes, la proportion est beaucoup plus faible. En effet, le taux de chômage au sein de ce groupe demeure supérieur à 18½ % alors qu'il est maintenant d'environ 11 % pour l'ensemble de la population active. En outre, les entreprises ont eu davantage recours au travail à temps partiel; ce choix a pu être motivé aussi bien par des considérations de coût que par l'incertitude au sujet de l'avenir, dont il a été question précédemment. L'évolution du taux d'activité a été, elle aussi, assez inhabituelle ces derniers temps. Ce taux a d'abord augmenté – ce qui est normal en période de reprise, car les gens sont incités à entrer ou à retourner sur le marché du



Indicateurs du marché du travail



travail – mais il est de nouveau tombé au cours des derniers mois. Parallèlement à la demande accrue de main-d'œuvre, on a enregistré au cours des quelque douze derniers mois une augmentation sensible de la productivité de la main-d'œuvre. De fait, la productivité de la main-d'œuvre a commencé son ascension avant même que la production eût touché son creux, ce qui indique peut-être que la gravité

ont été dans l'ensemble conformes à ceux des cycles antérieurs. La reprise a commencé vers la fin de 1982 par une augmentation des dépenses au titre des biens de consommation durables et du logement, et cette évolution des dépenses a été suivie d'une tendance à l'accumulation des stocks lors-que l'amélioration des ventes a commencé à être perçue comme un phénomène durable. Les augmentations du volume des exportations vers les États-Unis, dont l'économie était en expansion, ont également été une source importante de vigueur tout le long de 1983. Les importations en termes réels se sont, elles aussi, redressées rapidement à la faveur du raffermissement de la dépense intérieure.

Jusqu'ici, le rythme d'accroissement de l'activité économique a été, lui aussi, si-milaire à celui qui avait été enregistré lors des reprises cycliques antérieures : après avoir été particulièrement rapide durant les premiers trimestres, il s'est ralenti ces der-niers temps. Même si la récente récession a été beaucoup plus forte que les précédentes, la reprise des dépenses des consommateurs et des entreprises semble avoir été limitée à la fois par l'incertitude qui continue de peser sur l'avenir et par le poids des dettes con-tractées au cours de la dernière poussée d'inflation. Du début de la reprise à ce jour, les investissements fixes des entreprises n'ont pas cessé de diminuer, bien que la part des investissements représentée par l'outillage et l'équipement ait augmenté considéra-blement, et ce un peu plus tôt qu'on ne l'aurait prévu normalement.

La reprise économique n'a pas été uniforme dans toutes les branches d'activité ni dans toutes les provinces. Les industries productrices de biens de l'Ontario et du Québec, qui avaient été durement frappées par la dernière récession, ont particulièrement profité de l'accroissement de la de-mande. À l'intérieur de ce secteur, les in-dustries les plus favorisées sont celles qui ont bénéficié de la forte reprise des ventes de voitures nord-américaines et des mises en

Canada jusqu'au stade actuel de la reprise

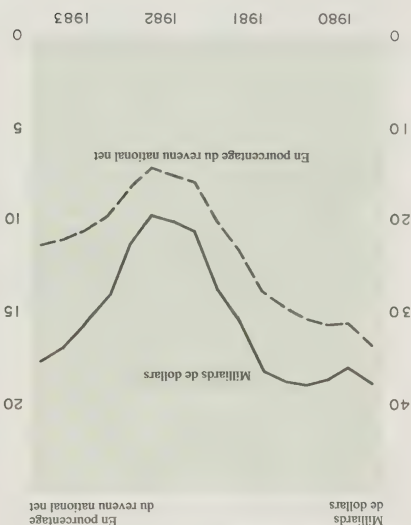
Les profils de dépense observés au l'activité économique.

7¼ % enregistré juste avant la baisse de née soit très élevé par rapport à celui de taux d'environ 11 % observé à la fin de l'an- baisse de façon considérable, bien que le contexte, le taux de chômage a également voisin de celui d'avant la récession. Dans ce rythme régulier pour retourner à un niveau 1982; depuis, la production a augmenté à un nablement arrêtée au dernier trimestre de Canada, qui a duré six trimestres, s'est fi-



coûts et des prix s'est accentuée de façon appréciable, ce qui a renforcé pendant un certain temps l'opinion que la tendance à la hausse de l'inflation allait se poursuivre en dépit des politiques visant à l'inflechir. La récession, qui a touché tous les grands pays industriels entre le milieu de 1981 et la fin de 1982, a été particulièrement grave au Canada. Tandis que les exportations et la production baissaient, les consommateurs ont commencé à envisager avec

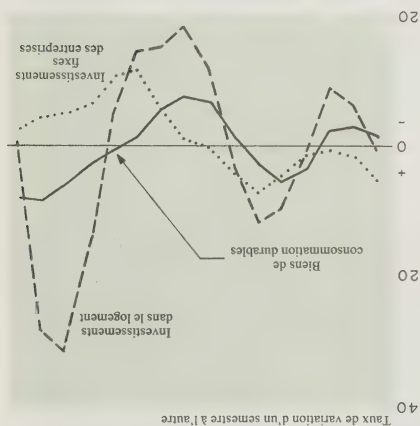
Bénéfices des sociétés



beaucoup plus de scepticisme leur propre avenir économique et l'évolution future de l'inflation. Ce changement d'attitude, combiné au fait que les particuliers se sont à la longue rendu compte qu'ils s'étaient trop endettés, a entraîné une réduction sans précédent des dépenses de consommation et, par voie de conséquence, une diminution des ventes des entreprises. Confrontés aux fortes augmentations des coûts résultant des accords salariaux conclus antérieurement et à une forte opposition aux concessions

L'activité économique pendant la reprise
Tandis que l'inflation se ralentissait et que s'amorçait un mouvement à la baisse des taux d'intérêt, la dépense a commencé à se redresser au Canada et aux États-Unis.

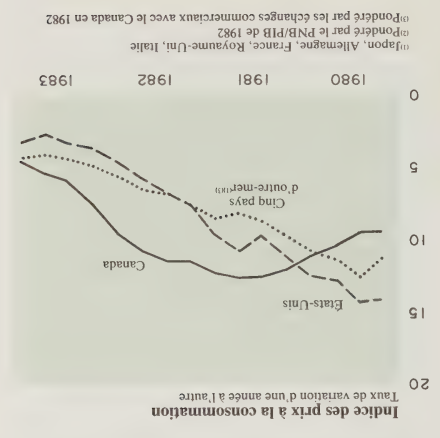
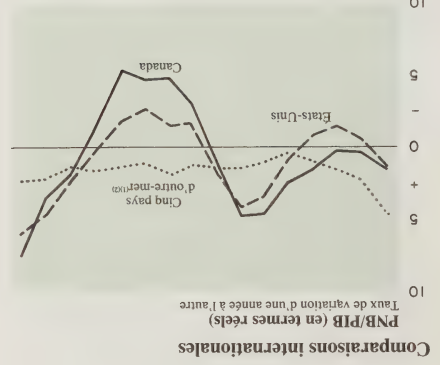
Quelques composantes de la dépense réelle



salariales, les entreprises ont à leur tour réduit leur production et leurs efforts afin de dégarnir leurs stocks et de diminuer leurs pertes le plus possible. Grâce à ces efforts, les augmentations de prix ont commencé à se ralentir vers la fin de 1981, mais c'est seulement au deuxième trimestre de 1982 qu'une tendance similaire s'est clairement manifestée dans les nouveaux accords salariaux.

L'activité économique et l'inflation

Parallèlement à la diminution rapide du taux d'inflation, il y a eu au Canada en 1983 une reprise vigoureuse de la dépense qui a entraîné une augmentation de la production et de l'emploi. À la fin de l'année, cependant, le taux de chômage était encore élevé, les diverses régions et branches d'activité n'affichaient pas toutes une forte reprise et le taux d'inflation était encore plus élevé chez nous que chez nombre de nos grands partenaires commerciaux.



L'inflation et la récession

À la fin des années 70, les taux d'inflation d'un grand nombre de pays industriels se sont accélérés considérablement dans le contexte d'une croissance très rapide de la dépense et des relèvements marqués des cours mondiaux du pétrole. Presque tous les pays ont alors commencé à ralentir leurs politiques économiques sur un ralentissement de la hausse des coûts et des prix, et, dans la plupart des cas, on a observé des signes d'une amélioration des taux tendanciels de l'inflation à partir de la fin de 1980. Ces signes ont toutefois été plus lents à se manifester au Canada que dans d'autres pays. Les anticipations d'une continuation de l'inflation étant toujours fortes, les emprunts ont marqué une vive progression attribuable à la décision des entreprises et des particuliers d'acquiescer des actifs réels. La croissance de la dépense globale s'est accélérée pour dépasser le taux annuel de 15 % sur la période comprise entre le milieu de 1980 et le milieu de 1981. Dans le climat de spéculation ainsi créé, la hausse des



nous sommes beaucoup mieux placés que nous ne l'avons été depuis longtemps pour aller de l'avant.

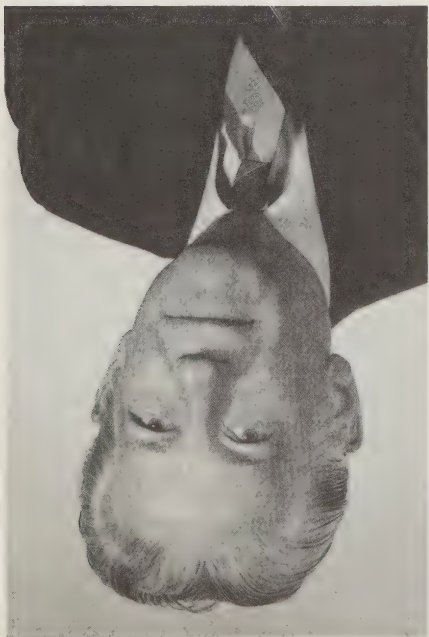
* * *

Je tiens à mentionner ici que M. R. William Lawson, qui occupait le poste de Premier sous-gouverneur de la Banque, a pris sa retraite le 29 février 1984 et que M. John W. Crow a été nommé pour lui succéder.

Dans un mémoire rédigé à l'intention de la Commission royale sur la gestion financière et l'imputabilité, les fonctions du Premier sous-gouverneur sont décrites en ces termes :

« Les responsabilités qui incombent au Premier sous-gouverneur ne diffèrent pas beaucoup de celles du Gouverneur. Le Premier sous-gouverneur exerce tous les pouvoirs du Gouverneur en l'absence de ce dernier. De plus, il est le seul Administrateur à avoir automatiquement accès aux mêmes renseignements que ceux transmis au Gouverneur au sein de la Banque et à prendre part aux décisions quotidiennes se rapportant aux affaires de l'institution. Autrement dit, le Premier sous-gouverneur est censé assumer virtuellement les mêmes responsabilités dans les affaires de la Banque que le Gouverneur, et il est bien placé pour exercer un certain contrôle sur celui-ci, s'il le juge nécessaire. Pour assurer une gestion efficace de la Banque, le Gouverneur et le Premier sous-gouverneur doivent donc travailler en étroite collaboration. »

R. William Lawson



M. Lawson a apporté une contribution remarquable à la gestion des affaires de la Banque au cours de sa longue carrière, qui a commencé en août 1940. Depuis sa nomination au poste de Premier sous-gouverneur, le 1^{er} mars 1973, nous avons, lui et moi, travaillé en étroite collaboration et je profite de cette occasion pour le remercier très sincèrement pour le soutien et la collaboration qu'il m'a toujours apportés.

C'est la tendance – qui ne date pas d'hier – de la politique financière à exposer l'économie aux risques d'une orientation trop expansionniste qui a déclenché l'inflation dans le cadre d'initiatives bien intentionnées visant à imprimer une croissance plus rapide à l'activité économique. Il a fallu pas mal de temps pour que soient perçus les erreurs de jugement commises en matière de politique économique, car la confiance en la valeur future de la monnaie a été difficile à ébranler. Dans l'ensemble, les gens ne croyaient tout simplement pas que l'inflation prendrait les proportions qu'elle a prises. Mais cette confiance s'est beaucoup affaiblie, et elle est loin d'être complètement rétablie. Nos sociétés sont donc maintenant beaucoup moins résistantes qu'elles ne l'étaient auparavant face à une accélération de l'inflation.

Une prise de conscience de notre vulnérabilité en matière d'inflation nous sera d'un grand secours. Les banques centrales savent maintenant que les marchés financiers seront très sensibles aux signes d'une recrudescence de l'inflation et que, le cas échéant, les taux d'intérêt pratiqués sur le marché s'inscriront rapidement et vigoureusement à la hausse. Il n'y aurait qu'une courte période de calme entre la moindre accélération du rythme d'expansion monétaire visant à réduire les taux d'intérêt et la réaction vigoureuse des marchés financiers, dans le sens d'une augmentation du loyer de l'argent, qui se produirait dès que les marchés percevaient ce qui se passe. La possibilité d'exploiter la confiance en la valeur de la monnaie pour stimuler la croissance économique par le biais d'une politique financière inflationniste a disparu dans une large mesure.

Je crois que nous avons tiré des leçons de l'expérience difficile que nous avons vécue et je constate dans notre pays une approche beaucoup plus réaliste des questions économiques. Nous avons accompli des progrès considérables au cours de l'année, et, du point de vue économique,

monnaie stable. Ces efforts n'ont pas donné de résultats. Rien ne fonctionne mieux que monnaie stable. L'économie canadienne se remet toujours de la fièvre inflationniste qui l'a accablée durant les années 70. Pour la plupart, ce fut une expérience douloureuse, voire terrifiante. Le remède monétaire énergétique qu'il a fallu administrer pour entrayer le mal a certainement été amer, et bien peu de gens voudraient revivre l'expérience. Diverses séquelles continuent toujours d'affaiblir notre économie. Des particuliers aussi bien que des entreprises sont encore en train de redresser des situations financières ébranlées par l'inflation. Si les taux d'intérêt sont si élevés qu'ils le sont maintenant, c'est parce que les épargnants cherchent une assurance contre les risques de recrudescence de l'inflation. Les entreprises quant à elles demeurent prudentes dans leurs projets d'investissement en raison de l'incertitude qui entoure l'évolution future des coûts et des prix. Le processus de négociation des accords salariaux est perturbé par la crainte qu'une recrudescence de l'inflation ne vienne réduire les revenus réels.

L'année qui vient de commencer sera peut-être cruciale dans la lutte qui se livre au Canada et ailleurs en vue de rétablir la stabilité monétaire. Pour prévenir une nouvelle poussée inflationniste, nous devons nous assurer de nous remettre pleinement de la précédente. Depuis plus d'un an, le processus de rétablissement s'est très bien déroulé, mais ce n'est pas le moment de nous exposer aux risques d'une rechute. Si nous nous reposons sur nos lauriers, nous risquons d'adopter des comportements susceptibles d'ébranler la confiance, encore fragile, qu'on recommence à avoir en la valeur de notre monnaie. Si nous croyons qu'un taux d'inflation de 5 % est satisfaisant et que nous pouvons maintenant soupirer d'aise, nous risquons d'avoir à nous préoccuper à brève échéance d'un taux d'inflation beaucoup plus élevé. Nous avons sûrement appris que si on n'oppose pas de résistance à l'inflation, inévitablement celle-ci s'aggrave.

dépenses des gouvernements ainsi qu'à l'imp-
 portance relative des recettes et des dépenses publiques. La politique budgétaire influe, dans presque tous ses aspects, sur l'emploi et la production au Canada, mais ses répercussions varient énormément selon la conjoncture économique et selon la nature des dépenses publiques et leur mode de financement. À l'heure actuelle, le déficit budgétaire fédéral crée au Canada certains des problèmes qu'on observe aux États-Unis. Tout comme nos voisins américains, nous devons bien trouver des moyens efficaces de régler la question budgétaire si nous voulons réaliser une prospérité économique soutenue. Comme eux, nous devons décider aussi de la taille relative des secteurs public et privé de notre économie. C'est le secteur privé qui crée au Canada le gros des emplois et de la production. Le pays n'a guère de chances de consolider sa prospérité économique si ce secteur n'est pas dynamique et sain. Et pour qu'il le soit, il faut avant tout que ses activités soient motivées par des encouragements suffisants et qui soient de nature à susciter de sa part des comportements constructifs. Les hommes d'affaires doivent sentir non seulement qu'il existe une demande raisonnablement forte de leurs produits, mais également qu'ils auront la possibilité d'organiser la production de manière à approvisionner le marché en produits qui seront compétitifs tant sur le plan de la qualité que sur celui des prix. La faculté des producteurs canadiens d'accroître suffisamment leur efficacité pour être compétitifs sur les marchés intérieurs et étrangers est la condition essentielle d'un niveau d'emploi de plus en plus élevé et de la progression des revenus réels. À moins d'être compétitive sur le plan des coûts et de la qualité et de le demeurer, l'économie ne saurait bien fonctionner.

Pour acquérir une telle compétitivité et la conserver, beaucoup de gens doivent déployer beaucoup d'efforts. Le rôle des pouvoirs publics à cet égard consiste principalement à créer et à entretenir un climat

propice à l'épanouissement de la compétitivité. C'est du secteur privé, à savoir le monde des affaires et la main-d'œuvre, qu'on attend l'imagination et l'nergie nécessaires pour produire ce qu'il faut avec efficacité et à des coûts compétitifs. Préserver l'efficacité et la compétitivité de la production représente un défi constant car l'économie est toujours en train de changer : la demande se modifie continuellement, la technologie se développe sans cesse et la concurrence que se livrent les producteurs prend de jour en jour de nouvelles formes. C'est pourquoi on attribue une grande valeur à la souplesse de l'économie ainsi relevés par le secteur privé – tant le monde des affaires que celui des travailleurs – mais elles sont si difficiles à atteindre que les gouvernements doivent être très attentifs à faire tout ce qu'ils peuvent pour encourager ce secteur et éviter de faire ce qui pourrait le décourager.

* * *

Comme je l'ai déjà mentionné, la principale contribution que peut apporter la politique monétaire au bon fonctionnement du secteur privé consiste à entretenir la confiance en la valeur future de la monnaie. Dans les économies de marché sophistiquées comme la nôtre, la monnaie joue un rôle très important. Lorsque sa valeur future est incertaine, la monnaie ne peut remplir efficacement son rôle. La signification en termes réels des contrats financiers, y compris les accords salariaux, devient alors incertaine, ce qui affaiblit l'aptitude des marchés à contribuer à une répartition efficace des ressources et à l'efficacité de la production. Nombreux sont ceux qui ont dépensé beaucoup de temps et d'efforts à tenter d'élaborer des systèmes d'indexation capables de fonctionner aussi bien qu'une

Quelle que soit son origine, y compris une baisse du taux de change, une poussée inflationniste exerce inévitablement au Canada des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt. Si la politique de la Banque du Canada essayait de neutraliser ces pressions en accélérant le rythme d'expansion monétaire, les marchés financiers y vertigeraient vite un élément tendant à renforcer plutôt qu'à contrer la poussée inflationniste initiale, ce qui se traduirait par des pressions à la hausse encore plus fortes sur les taux d'intérêt. Les mesures prises par la Banque du Canada pour atténuer – non pas pour éliminer – le jeu des interactions entre les taux de change et les taux d'intérêt s'inscrivent dans le cadre des efforts qu'elle déploie pour encourager la transition à une stabilité des prix au Canada, dans une conjoncture de taux d'intérêt aussi bas que le permettent les circonstances.

* * *

S'il est vrai que, dans une économie de marché, un climat de stabilité monétaire constitue l'apport le plus efficace que la politique monétaire puisse fournir pour favoriser la croissance soutenue de l'emploi et de la production, il reste que le bon fonctionnement de l'économie de ce type tient en grande partie aux politiques pratiquées dans des domaines autres que celui de la monnaie. Une bonne politique monétaire n'assure pas forcément un bon fonctionnement de l'économie. Ce qu'un pays doit faire, c'est de confier à sa banque centrale le soin de créer et de maintenir en longue période un climat de stabilité monétaire et les politiques et comportements du reste de l'économie sont de nature à favoriser l'emploi et la production.

Nombre de politiques et de pratiques suivies dans d'autres domaines comptent pour beaucoup dans la tenue de l'économie. Il y a bien sûr parmi ces politiques la politique budgétaire. Celle-ci a trait à la structure et aux modalités de la fiscalité et des

du taux de change n'entraîne pas le ralentissement de l'inflation des coûts et des prix au Canada.

Il n'est pas possible de savoir à l'avance quels profits d'évolution du taux de change du dollar canadien seront compatibles avec un retour graduel à la stabilité des prix, car l'évolution du taux de change sera en partie tributaire de ce qui se produira à l'étranger. Il est certain toutefois que les fortes baisses du taux de change ont des conséquences inflationnistes. Elles se traduisent presque immédiatement au Canada par un renchérissement des biens faisant l'objet d'échanges internationaux, lequel se propage d'autant plus rapidement à travers l'économie que se renforcent les attentes d'une aggravation de l'inflation et que les gens cherchent à se protéger. Il importe donc de pratiquer une politique qui fasse obstacle aux brusques chutes du taux de change.

Cela signifie, bien sûr, que notre politique ne devrait pas s'écarter, même temporairement, de son objectif à long terme de stabilité des prix pour poursuivre des objectifs à plus court terme, par exemple essayer de stimuler les exportations ou de restreindre les importations par le biais d'une baisse du taux de change visant à alléger les difficultés qu'éprouve dans l'immédiat un groupe ou un autre d'agents économiques. Nous avons vécu, ces dernières années, l'expérience d'une dépréciation considérable du taux de change. Il ressort de cette expérience que le soulagement qu'éprouvent certains groupes est éphémère, tandis que, pour l'ensemble de l'économie, les problèmes s'aggravent considérablement.

Si une forte baisse du taux de change du dollar canadien a son origine à l'étranger, il faut, pour qu'aboutissent les efforts déployés au Canada en vue d'assurer une plus grande stabilité des prix, que la politique canadienne s'efforce d'atténuer la baisse du taux de change et de compenser les effets inflationnistes qui en découlent. C'est là le comportement le plus constructif possible.

C'est dans ce sens que la Banque du Canada agit.

rythme rapide des innovations apportées aux services offerts par les banques, certaines de ces innovations ayant amené les entreprises et les particuliers à détenir une proportion croissante de leur trésorerie sous des formes autres que les dépôts à vue. Nous ne cessons d'étudier le comportement d'autres agrégats monétaires, mais nous n'en avons pas encore trouvé un dont la performance comme indicateur de l'expansion monétaire au Canada soit suffisamment bonne pour que nous puissions l'adopter comme cible. Nous constatons toutefois que nos travaux dans ce domaine nous permettent de mieux comprendre les rapports qui existent entre les agrégats monétaires et l'évolution économique; ils viennent compléter nos autres études et nous aident à réaliser un taux d'expansion monétaire compatible avec un rétablissement graduel de la stabilité des prix.

C'est par le biais de la gestion des réserves du système bancaire que la Banque du Canada influence le taux d'expansion monétaire. Selon que la Banque est disposée à alimenter le système bancaire en réserves à un rythme plus ou moins rapide, celui-ci réagira de telle façon que, dans un premier temps, il se produira sur les marchés financiers des pressions à la baisse ou à la hausse sur les taux d'intérêt à court terme. C'est en influençant l'évolution des taux d'intérêt à court terme que la politique monétaire agit sur l'économie. Quelle que soit l'orientation que prend la politique monétaire, c'est cela le mécanisme par lequel se transmettent ses effets.

En 1983, la Banque du Canada a mené ses opérations de façon à orienter les taux d'intérêt à court terme vers les plus bas niveaux qui soient compatibles avec un recul continu de l'inflation. La conjoncture économique a été telle que le progrès réalisé dans la lutte contre l'inflation n'a pas empêché une assez grande stabilité des taux à court terme, dont la chute avait pris fin au début de l'année. Cette stabilité est intervenue pendant que l'économie elle-même continuait, à bien des égards, une période de naissances.

transition d'une importance majeure. En effet, l'économie s'engageait dans la phase de reprise du cycle économique après avoir subi une forte contraction conjoncturelle de l'emploi et de la production. En même temps, s'opérait, dans une perspective plus longue, la transition d'une période d'inflation rapide à une période de stabilité des coûts et des prix. Les taux d'intérêt se sont stabilisés dans une conjoncture marquée par des emprunts très considérables du secteur public tandis que la demande de crédit du secteur privé était exceptionnellement faible. Ces éléments de la question sont repris dans d'autres sections de ce Rapport.

Étant donné qu'il s'opérait des transitions assez semblables dans l'économie américaine, il n'est pas étonnant que l'évolution des taux d'intérêt pratiqués sur les marchés des deux pays ait été sensiblement la même. Bien que le taux d'inflation soit demeuré plus élevé au Canada qu'aux États-Unis, les taux d'intérêt pratiqués sur le marché canadien n'ont pas été aussi élevés par rapport aux taux américains qu'ils le sont habituellement. Il y a à cela deux raisons principales, liées l'une à l'autre : le ralentissement cyclique de l'activité économique avait été plus marqué ici qu'aux États-Unis, en partie à cause de la balance commerciale canadienne qui présente un solde beaucoup plus favorable qu'auparavant. La tenue relativement bonne de notre balance commerciale a eu des incidences positives sur le dollar canadien, dont le cours en dollars E.-U. a pu ainsi demeurer stable malgré le niveau relativement bas des taux d'intérêt canadiens par rapport aux taux américains. Dans cet ordre d'idées, j'aimerais dire un mot de l'attitude de la Banque du Canada à l'égard du taux de change. La Banque ne considère pas le cours de notre monnaie par rapport au dollar E.-U. comme une sorte de cible monétaire. L'intérêt qu'elle porte au taux de change découle plutôt de l'objectif général qu'elle s'est fixé de suivre une politique compatible avec le fléchissement du taux d'inflation au Canada. Ce que nous voulons, c'est que l'évolution

ment faite maintenant que l'idée, autrefois assez répandue, que l'on pourrait atteindre et maintenir plus facilement des niveaux élevés d'emploi et de production si l'on ne fait pas grand cas de l'inflation, est de toute évidence erronée. Il n'est pas possible de prétendre choisir entre l'inflation et le chômage. Les politiciens inflationnistes débouchent sur une piètre tenue de l'économie, notamment sur des taux de chômage élevés. La bonne tenue de l'économie ne peut être fondée que sur la stabilité monétaire. C'est pourquoi la politique monétaire doit viser la stabilité monétaire.

En matière de politique économique, il est très souvent beaucoup plus facile de fixer un objectif approprié que de déterminer les meilleurs moyens à prendre pour le réaliser. Il en va certainement ainsi de la politique monétaire. Il y a eu une controverse – qui dure encore d'ailleurs – sur le rôle que devraient jouer les cibles monétaires chiffrées dans l'orientation de la politique monétaire. Cette question tient à des considérations plus pratiques que théoriques. Les cibles monétaires qui fonctionnent bien sont utiles; celles qui ne fonctionnent pas bien ne le sont pas. Le fait que des cibles chiffrées marchent bien ou mal dans un pays donné ne permet pas de bien prévoir les résultats qu'elles donneront dans un autre pays car les systèmes financiers des différents pays produisent des agrégats monétaires différents. Il est difficile de savoir d'avance comment fonctionnera dans un pays en particulier telle ou telle cible monétaire.

Nous avons, à la Banque du Canada, l'expérience des cibles monétaires chiffrées. Nous sommes toujours très favorables à l'utilisation de ces cibles; elles peuvent nous aider à éviter de faire des erreurs cumulatives dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Nous avons cessé de publier nos cibles de croissance de M1 (monnaie et dépôts bancaires à vue) parce que nous avons constaté que cet agrégat n'était plus un bon baromètre de l'expansion monétaire au Canada. Cela tenait principalement au

élément doit bien fonctionner isolément. Permettez-moi de traiter brièvement certains aspects de ce sujet.

Je commencerai par notre système financier. Celui-ci comprend un grand nombre d'institutions financières de nature fort différente qui offrent un large éventail de services financiers. C'est un bon système qui est souple, compétitif, qui s'est bien développé et qui est tout à fait capable de satisfaire les besoins du pays en matière de services financiers. À l'heure actuelle, notre système financier fait l'objet d'un débat à la fois intéressant et important. On y soulève principalement des questions ayant trait à la pertinence des règles de base contenues dans la législation applicable aux divers types d'institutions du système. Pour le moment, je n'entrerai pas dans le détail de ces questions. Je veux plutôt m'attarder au rôle de la politique monétaire dans le système, car c'est un sujet qui relève directement de la compétence de la Banque du Canada.

La politique monétaire concerne la régulation du taux de création de monnaie et de créances assimilables à la monnaie dans le système financier, autrement dit le rythme d'expansion monétaire. L'objet de la politique monétaire doit être de réaliser un rythme d'expansion monétaire qui corresponde bien aux besoins de l'économie, c'est-à-dire un rythme qui, sur longue période, n'engendre ni tendance à la baisse (déflation) ni tendance à la hausse (inflation) du niveau général des prix. Le but que doit viser la politique monétaire est donc la stabilité monétaire, c'est-à-dire la stabilité générale des prix et par conséquent la stabilité de la valeur de la monnaie.

Compte tenu de l'expérience des dernières années, on ne devrait pas avoir à démontrer qu'à la longue la stabilité monétaire contribue au bon fonctionnement de l'économie plus que toute autre stratégie monétaire. Le legs de problèmes laissés dans le monde par la disparition de la stabilité monétaire presque partout dans les années 70 ne confirme-t-il pas suffisamment cette affirmation? La preuve est certaine-

l'un de ces problèmes. Cette question de l'endettement ainsi que celle des réactions que ce problème a suscitées à travers le monde sont abordées dans une autre section de Rapoport. Il s'agit d'un grave problème auquel on ne trouvera pas une solution rapide, mais l'esprit de coopération et le réalisme qui ont marqué les démarches entreprises jusqu'ici incitent à l'optimisme et permettent de penser qu'on trouvera une solution à la longue. Celle-ci exigera la collaboration de tous les intervenants, aussi bien les emprunteurs que les prêteurs. En raison de l'intérêt capital que présente pour le Canada le bon fonctionnement du système international d'échanges et de paiements, il importe que notre pays continue de jouer son rôle à cet égard. Les banques canadiennes sont engagées dans le processus et le rôle qu'elles y jouent est essentiel et marqué du sens des responsabilités.

Une autre question qui doit être réglée d'une façon ou d'une autre pour que l'économie mondiale puisse connaître une croissance dynamique et soutenue est celle du déséquilibre des finances publiques de nombreux grands pays industriels. À cause du rôle prédominant que jouent les États-Unis dans l'économie mondiale, le déficit budgétaire de ce pays est d'une importance toute particulière et suscite partout des préoccupations. L'idée que le déficit budgétaire des États-Unis est à l'heure actuelle beaucoup trop grand pour pouvoir être maintenu est largement partagée tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de ce pays. Jusqu'à maintenant, toutefois, aucune mesure efficace n'a pu être prise faute d'un consensus interne assez large sur la façon de procéder, c'est-à-dire sur la mesure dans laquelle il convient de réduire les dépenses ou d'augmenter les impôts. L'inquiétude que suscite la question de savoir si le déficit budgétaire américain sera redressé — et le cas échéant quand il le sera — exerce depuis quelque temps sur les marchés, tant aux États-Unis que partout ailleurs dans le monde, des pressions à la hausse sur le loyer de l'argent. Les taux d'intérêt, qui sont élevés aux États-

Unis par rapport au taux d'inflation, n'ont pas empêché une forte reprise de la production et de l'emploi dans ce pays, mais beaucoup s'inquiètent de ce qui se produira à mesure que la croissance économique se poursuivra aux États-Unis. Comment pourra-t-on satisfaire, en plus des besoins considérables de financement du secteur public, les besoins croissants d'un secteur privé en expansion? La course au financement fera-t-elle augmenter les taux d'intérêt encore davantage par rapport au taux d'inflation? J'ai bon espoir que les États-Unis ne commettent pas l'erreur d'essayer de combattre, au moyen d'une trop forte expansion monétaire, les effets qu'a sur leur économie un déficit budgétaire excessif, mais les autres conséquences possibles d'un tel déficit ne sont pas du tout claires. Il se pourrait qu'à l'avenir certaines d'entre elles posent des problèmes pour le Canada.

Il est vrai que l'économie canadienne ne peut échapper aux conséquences de certains événements qui se produisent à l'étranger, mais nous ne devons pas pour autant sous-estimer l'importance, pour notre bien-être économique, des politiques et mesures que nous appliquons chez nous. En fait, c'est dans une large mesure la qualité de la gestion interne de l'économie, tant la gestion du secteur public que celle du secteur privé, qui détermine si notre économie fonctionnera mieux ou moins bien en longue période que celle des États-Unis ou de nos autres partenaires commerciaux. Cela est d'autant plus vrai que la période envisagée est plus longue. Que la conjoncture internationale nous favorise ou non, nous parviendrons plus facilement à réaliser notre objectif de prospérité économique soutenue si nous continuons de bien gérer nos propres affaires.

De quels aspects de nos affaires devrions-nous nous préoccuper? Une réponse exhaustive à cette question serait plutôt longue. La bonne tenue de l'économie, comme la bonne santé d'un être humain, dépend du fonctionnement harmonieux de tout un ensemble de systèmes, dont chaque

que canadienne continue de s'améliorer?

Dans la présente section de mon Rapport annuel, je traite de quelques-uns des aspects importants de ces questions.

Nous vivons dans un univers économique caractérisé par l'interdépendance et nous savons tous que l'économie canadienne est très sensible à l'évolution de la

conjoncture à l'étranger, en particulier aux États-Unis. L'évolution de l'économie mondiale l'année dernière a été favorable à bien des égards, et la situation actuelle ainsi que les perspectives d'avenir sont de loin meilleures qu'il y a un an. La production aug-

mente dans les pays industriels, notamment aux États-Unis, et s'accélère de plus en plus en Europe et au Japon. Le taux d'inflation est maintenant relativement faible dans la

plupart des pays industrialisés et il continue de diminuer dans un grand nombre de pays. Tout cela nous a aidés dans la poursuite de nos objectifs économiques, et les chances que nous puissions continuer de bénéficier de cette conjoncture semblent bonnes.

Néanmoins, il y a à l'heure actuelle sur la scène internationale un certain nombre de problèmes économiques dont nous devons tenir compte dans la préparation de notre propre avenir.

Les difficultés que l'endettement envers l'étranger pose pour un grand nombre de pays en développement constituent

Au cours de l'année qui vient de se

terminer, la situation économique s'est améliorée davantage que la plupart des observateurs n'avaient osé le prévoir. La

production globale semble avoir regagné le terrain considérable perdu pendant la dernière récession et est en train de dépasser les sommets atteints dans le passé, bien que

cette amélioration ne se soit pas encore manifestée dans tous les secteurs de l'économie. L'emploi a augmenté fortement et le

taux de chômage, qui reste tout de même élevé, a fléchi. Le taux tendanciel d'inflation est resté à l'indice utilisé pour le mesurer — a nettement baissé; à la fin de 1983, il se situait au plus bas niveau atteint au

Canada depuis plus de dix ans. L'essentiel de ce Rapport est consacré à l'examen des aspects de la conjoncture créée en 1983 que je viens de mention-

ner et de certaines questions connexes. Je voudrais toutefois commencer par jeter un coup d'œil sur l'avenir. Je crois que les

Canadiens sont unanimes pour considérer le maintien de la prospérité comme l'objectif économique du pays. Le problème ne consiste donc pas à déterminer l'objectif, mais

bien à trouver les meilleurs moyens d'y parvenir. Quelle est la meilleure façon de mener nos affaires pour réaliser notre objectif? Quelles sont les politiques qui augmentent le plus les chances que la situation économi-

BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR - 1983

Observations d'ordre général	5
L'évolution économique et financière	
L'activité économique et l'inflation	13
Les taux d'intérêt, la demande de crédit et les	
agrégats monétaires	21
Les problèmes financiers internationaux	29
L'évolution du système de paiement canadien	33
La gestion de la dette publique et les opérations de change	35
Tableaux en annexe	41
États financiers	53
Conseil d'administration	57
Cadres supérieurs	58
Représentants régionaux et Agences	59

Bank of Canada • Banque du Canada Ottawa K1A 0G9

le 29 février 1984

L'honorable Marc Lalonde, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions

de la Loi sur la Banque du Canada, j'ai

l'honneur de vous remettre ci-joint mon

rapport pour l'année 1983 ainsi qu'un état

des comptes de la Banque pour l'exercice

clos le 31 décembre dernier, signé et

certifié de la façon prescrite par nos

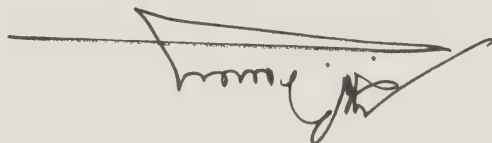
statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le

Ministre, l'expression de mes sentiments

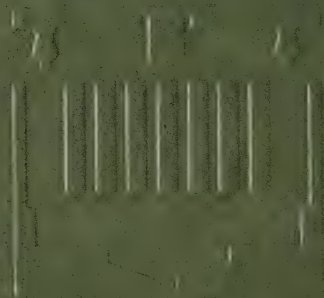
distingués.

Le Gouverneur,



Banque du Canada
245, rue Sparks
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

Banque du Canada



**Rapport annuel du Gouverneur
au Ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année
1983**

BINDING SECT. AUG 7 1965

